

رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود با توجه به نقش

حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی

عبدالرسول رحمانیان کوشکچی*، رابعه کر**

چکیده

هدف مقاله حاضر بررسی رابطه بین عملکرد پایداری و سیاست تقسیم سود با توجه به نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. پژوهش حاضر از لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی، از نظر شیوه اجرا، پژوهشی توصیفی-علی، همچنین از نظر شیوه گردآوری داده‌ها از نوع پس‌رویدادی است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی و همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار ای‌ویوز استفاده شده است. در پژوهش حاضر داده‌های ۱۶۸۰ سال-شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون آماری نشان می‌دهد که عملکرد پایداری شرکت، سیاست تقسیم سود را بهبود می‌بخشد. همچنین، حاکمیت شرکتی رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تقویت می‌کند. علاوه بر این، مالکیت نهادی رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تضعیف می‌نماید. حاکمیت شرکتی ابزاری برای ایجاد توازن بین منافع سهامداران و مدیریت است که سبب کاهش مشکلات نمایندگی می‌شود. از این رو، شرکت‌های با حاکمیت شرکتی بهتر، مشکلات نمایندگی کمتری دارند. افزون بر این، مالکان نهادی عمدتاً گرایش به بازده کوتاه‌مدت دارند و کمتر توجه خود را معطوف فعالیت‌های پایداری شرکت‌ها می‌کنند.

واژه‌های کلیدی: عملکرد پایداری شرکت، سیاست تقسیم سود، حاکمیت شرکتی،

مالکیت نهادی.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۱۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۶/۲۷

نویسنده مسئول: عبدالرسول رحمانیان کوشکچی

abr.rahmanian@pnu.ac.ir

* استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

** کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

مقدمه

تعامل عملکرد پایداری شرکت و امور مالی به دلیل تأثیر فزاینده چالش‌های اجتماعی و محیطی بر سازمان‌ها، توجه زیادی را از سوی دانشگاه، جامعه تجاری و صنعت مالی به خود جلب کرده است. شرکت‌ها عملکرد پایداری را یک انتخاب استراتژیک جدید برای بهبود شهرت و کسب مزیت رقابتی بیشتر می‌دانند، زیرا عملکرد پایداری در نهایت بر ارزش شرکت در بلندمدت تمرکز می‌کند، و نه صرفاً به حداکثر رساندن سود کوتاه‌مدت (اوه و پارک^۱، ۲۰۲۱). افشای گزارشگری پایداری شرکت اطلاعات مفیدی برای سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌باشد که در نهایت منجر به افزایش ارزش شرکت می‌گردد (هافنی و همکاران^۲، ۲۰۱۸؛ سانتی و واردانی، ۲۰۱۸). از این رو، شرکت‌ها در تصمیمات استراتژیک خود برای متعادل کردن ارتباط عملکرد پایداری و ارزش شرکت، همسو کردن اهداف محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را در نظر می‌گیرند (داسرود^۳، ۲۰۰۸؛ مونتیل^۴، ۲۰۰۸). از طرف دیگر، سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی است، زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات پیش روی مدیران به شمار می‌رود. به طور منطقی انتظار می‌رود با پایداری و تداوم سودآوری شرکت، سود تقسیمی نیز قاعده‌مندتر و قابل پیش‌بینی‌تر توزیع گردد. به سیاست و استراتژی شرکت در میزان نگهداری یا توزیع سود و طریقه آن، سیاست تقسیم سود می‌گویند (خدای پور و همکاران، ۱۳۹۲).

در این میان شرکت‌ها از سیاست‌های متفاوتی برای برآوردن انتظارات سهامداران و ذینفعان استفاده می‌کنند. سیاست تقسیم سود یکی از آنهاست. این یک راه مهم برای سرمایه‌گذاران برای ایجاد بازگشت سرمایه است و بنابراین، می‌توان آن را به عنوان یک نگرش مسئولیت‌پذیری اجتماعی نسبت به توزیع ثروت در نظر گرفت (اوه و پارک، ۲۰۲۱). با توجه به این که شرکت‌ها به طور کلی با حاکمیت شرکتی خوب و اقدامات مسئولیت‌پذیر اجتماعی درگیر هستند، سیاست تقسیم سود ممکن است تحت تأثیر اجرای اقدامات پایداری و دیدگاه سه بعدی آن قرار گیرد (هارجوتو و جو، ۲۰۱۱). بنلیم‌لیچ (۲۰۱۹) ادعا می‌کند که عملکرد پایداری شرکت بر توزیع ثروت در شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. بنابراین، در ترکیب با سیاست تقسیم سود، پایداری ممکن است به عنوان یک محرک ارزش برای سهامداران عمل کند تا به اهداف طرف‌های ذینفع مختلف دست یابد. در همین راستا، از شرکت‌ها انتظار می‌رود که فعالیت‌های پایداری روشنی را انجام دهند و گزارش‌های جذابی را برای نشان دادن تعهد خود

به قرارداد بین خود و محیط اطراف خود تهیه کنند. از این رو، رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود، پذیرش شرکت‌ها توسط سهامداران و جامعه را تسهیل می‌کند و آنها را به عنوان اهداف سرمایه‌گذاری جذاب برای سرمایه‌گذاران بالقوه جلوه می‌دهد (هاردینینگی و همکاران، ۲۰۲۰؛ ییلماز و همکاران، ۲۰۲۲). چن و همکاران (۲۰۱۰)، بیان می‌کنند که حاکمیت شرکتی برای ذی‌نفعان مثل سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، هیئت‌مدیره، مدیریت، کارکنان و همچنین صنایع و بخش‌های اقتصادی می‌تواند مفید باشد. حاکمیت شرکتی یک عنصر اساسی در افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران، به ارتقای حس رقابتی و در نهایت بهبود رشد اقتصادی است. به عبارتی، این امکان وجود دارد که رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌هایی که از حاکمیت شرکتی خوب برخوردارند، متفاوت از سایر شرکت‌ها باشد. ترکیب حاکمیت شرکتی خوب، عملکرد شرکت را با تضمین حفاظت از حقوق سهامداران، کاهش ریسک شرکت، افزایش شهرت شرکت و افزایش ارزش سهامداران، بهبود می‌بخشد (بیرکی و همکاران، ۲۰۱۶؛ کاسکون و سایلییر، ۲۰۱۲). امتیاز حاکمیت شرکتی احتمالاً با پرداخت سود سهام رابطه مثبتی دارد، زیرا شرکت‌های با حاکمیت بهتر با بازگرداندن وجوه نقد بیشتر به سرمایه‌گذاران، حقوق حمایتی قوی‌تری را برای سهامداران ارائه می‌دهند (ییلماز و همکاران، ۲۰۲۲). بر این اساس، انتظار بر این است که رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود تحت تأثیر حاکمیت شرکتی قرار گرفته و تعدیل (تقویت) شود. از آنجا که هدف اصلی مالکان نهادی از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها دستیابی به سود و نهایتاً افزایش ثروت است، بنابراین مبالغ سود گزارش شده و نیز سود توزیع شده شرکت‌ها از اهمیت خاصی برخوردار است، زیرا قیمت بازار سهام شدیداً تحت تأثیر این دو مولفه مالی قرار دارد و به این ترتیب مالکان نهادی تلاش خواهند کرد تا در اتخاذ تصمیم‌گیری‌های اثرگذار بر سود گزارش شده و سود توزیع شده شرکت‌ها تأثیرگذار باشند و حتی ممکن است به منظور دستیابی به اهداف خود فشارهایی نیز به مدیریت شرکت‌ها وارد نمایند (فروغی و همکاران، ۱۳۸۸). ییلماز و همکاران (۲۰۲۲) نیز بر این باورند مالکیت نهادی موجب تضعیف رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود می‌شود. بر این اساس انتظار می‌رود رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود تحت تأثیر مالکیت نهادی قرار گرفته و تضعیف گردد.

با این حال با توجه به بررسی‌های صورت گرفته در عمده مطالعات داخلی این موضوع

نادیده انگاشته شده و یک فضای خالی در ادبیات مالی و حسابداری برای تحقیق در این باره وجود دارد که این خود، انگیزه‌ای جهت انجام پژوهش حاضر می‌باشد. از این‌رو، پژوهش حاضر در صدد است که رابطه عملکرد پایداری شرکت با سیاست تقسیم سود و همچنین اثر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی بر این رابطه را بررسی کند. پرسش‌های اصلی این تحقیق عبارتند از: آیا بین عملکرد پایداری و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه معناداری وجود دارد؟ افزون بر این، آیا این رابطه تحت تأثیر حاکمیت شرکتی و همچنین مالکیت نهادی قرار می‌گیرد؟

در ادامه پس از ارائه مبانی نظری و پیشینه تحقیق، روش‌شناسی و شیوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش و پس از آن مدل‌های آماری و در نهایت یافته‌ها و نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق تشریح و در پایان نتیجه‌گیری و پیشنهادهای تحقیق ارائه می‌گردد.

مبانی نظری و تدوین فرضیه‌ها

عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود

بسیاری از دانشگامیان با تکیه بر نظریه‌های نمایندگی و علامت‌دهی، ادعا می‌کنند که شرکت‌ها انگیزه دارند تا به روشی اخلاقی و پایدار به خلق ثروت بپردازند که منافع مالی و غیرمالی ذینفعان را در یک راستا نگه دارند. علاوه بر این، آنها ادعا می‌کنند که انتظار می‌رود سیاست تقسیم سود سهام بالا به بازار نشان دهد که هزینه‌های مربوط به فعالیت‌های پایداری به دور از فرسودگی نقدینگی شرکت است و منجر به تخصیص کافی منابع و رضایت سهامداران می‌شود (بنلیملیح، ۲۰۱۹). در این چارچوب، اکثر مطالعات قبلی شواهدی از ارتباط ارزشی اطلاعات غیرمالی ارائه می‌کنند و نتایج مثبتی را در رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود می‌یابند. به عنوان نمونه، راکوتوماوو (۲۰۱۲) یک رابطه مثبت بین عملکرد پایداری و پرداخت سود سهام برای ۱۷۶۷۰ مشاهده سالانه شرکت‌های ایالات متحده طی سالهای ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۷ شناسایی کرد. ویلیز و ما (۲۰۱۷) نتایج مشابهی برای نمونه‌ای از ۱۶۰۴ شرکت آمریکایی طی سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۰۸ یافتند. سامت و جربویی (۲۰۱۷) رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود برای نمونه‌ای متشکل از ۳۹۷ شرکت از ۱۷ کشور اروپایی طی سالهای ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۴ را تجزیه و تحلیل کردند و تشخیص دادند که عملکرد بالای پایداری شرکت سطوح پرداخت سود را افزایش می‌دهد. به طور مشابه، چیونگ و همکاران (۲۰۱۸) گزارش دادند که

شرکت‌های با عملکرد پایداری بالا سود سهام بیشتری تقسیم می‌کنند و این که عملکرد پایداری بالاتر به دلیل ریسک کمتر و روابط بهتر با سهامداران، درآمد را افزایش می‌دهد. تقریباً همه این مطالعات استدلال می‌کنند که فعالیت‌های پایداری باعث افزایش درآمد و مزایای رقابتی بیشتر از طریق مدیریت بهتر روابط با سهامداران به شرکت‌ها می‌شود. از سوی دیگر، شرکت‌ها جنبه‌های پایداری خود را برای افزایش مشروعیت افزایش می‌دهند. در نظریه مشروعیت ادعا می‌شود که شرکت‌ها باید سیاست‌ها و استراتژی‌های خود را برای تضمین پذیرش توسط جامعه تنظیم کنند. از این رو، از شرکت‌ها انتظار می‌رود که فعالیت‌های پایداری روشنگری را انجام دهند و گزارش‌های جذابی را برای نشان دادن تعهد خود به قرارداد بین خود و محیط اطراف خود تهیه کنند. از این نظر، رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود، پذیرش شرکت‌ها توسط سهامداران و جامعه را تسهیل می‌کند و آنها را به عنوان اهداف سرمایه‌گذاری جذاب برای سرمایه‌گذاران بالقوه جلوه می‌دهد (هاردینگیسی و همکاران، ۲۰۲۰). بنابراین آنها برای ترویج ارزش‌های محیطی، اجتماعی و اخلاقی که عملکرد پایداری را تقویت می‌کنند، مسئولانه رفتار می‌کنند (یلماز و همکاران، ۲۰۲۲). از این رو، فرضیه اول پژوهش به صورت زیر تدوین می‌گردد:

فرضیه اول: بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

حاکمیت شرکتی، عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود

ترکیب حاکمیت شرکتی خوب، عملکرد شرکت را با تضمین حفاظت از حقوق سهامداران، کاهش ریسک شرکت، افزایش شهرت شرکت و افزایش ارزش سهامداران، بهبود می‌بخشد (بیرکی و همکاران، ۲۰۱۶؛ کاسکون و سایلیبر، ۲۰۱۲). بنابراین، سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با شهرت زیاد و رتبه بالا در حاکمیت شرکتی احساس راحتی بیشتری می‌کنند (سعید و ضمیر، ۲۰۲۱). با حاکمیت شرکتی خوب، کاهش هزینه‌های عدم تقارن اطلاعات و ارائه اطلاعات غیرمالی برای افزایش شهرت، به‌ویژه در بازارهای نوظهور، ضروری می‌شود (بوباکری و همکاران، ۲۰۰۵؛ دالیوال و همکاران، ۲۰۱۱). حاکمیت شرکتی جزء ضروری عملکرد پایداری است. هارجوتو و جو (۲۰۱۱) ادعا می‌کنند که عملکرد پایداری شرکت ارتباط مثبتی با حکمرانی خوب دارد (بنلملیح، ۲۰۱۹). در مقاله اخیر خود تأثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را برای نمونه‌ای

متشکل از ۳۰۴۰ شرکت آمریکایی تأیید کرد. از این رو، حاکمیت شرکتی احتمالاً به طور مثبتی با پرداخت سود سهام مرتبط است، زیرا شرکت‌های با حکمرانی بهتر با بازگرداندن وجه نقد بیشتر به سرمایه‌گذاران، حقوق حمایتی قوی‌تری را برای سهامداران ارائه می‌دهند (بیلماز و همکاران، ۲۰۲۲). از این رو، فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر تدوین می‌گردد:

فرضیه دوم: حاکمیت شرکتی رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تعدیل می‌کند.

مالکیت نهادی، عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود

در دهه‌های گذشته، نهادهایی مانند صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری به بازیگران کلیدی در بازارهای سرمایه در حال ظهور تبدیل شده‌اند. آنها دارای سهام بزرگی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس هستند که به آنها قدرت تصمیم‌گیری درباره سیاست‌های شرکتی می‌دهد. آنها فعالانه بر فعالیت‌های مدیریتی نظارت می‌کنند و بر افشای اطلاعات، از جمله اطلاعات اجتماعی و محیطی، تأثیر می‌گذارند (نتیم و سوباروین، ۲۰۱۳؛ نورلنی و همکاران، ۲۰۱۸). مالکان نهادی معمولاً به طور مثبت بر فعالیت‌های پایداری تأثیر می‌گذارند، زیرا آنها در عملکرد بلندمدت یک شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند (گریوز و وادوک، ۱۹۹۴؛ هارجوتو و جو، ۲۰۱۱؛ اوه و همکاران، ۲۰۱۱). هدف آنها کاهش فشارهای خارجی و هزینه‌های سیاسی با برآورده کردن انتظارات اجتماعی و محیطی ذینفعان است (فالر و همکاران، ۲۰۱۸؛ لامب و بوتلر، ۲۰۱۸؛ مسود و همکاران، ۲۰۱۸). در برخی از مطالعات قبلی بین عملکرد پایداری شرکت و مالکیت نهادی رابطه مثبت گزارش شده است (هارجوتو و جو، ۲۰۱۱؛ مجید و همکاران، ۲۰۱۵). آنها ادعا می‌کنند که مالکیت نهادی به عنوان جایگزینی برای کاهش مسائل نمایندگی که با سیاست تقسیم سود مرتبط است به دلیل نقش نظارتی قوی مالکان عمل می‌کند (چن و همکاران، ۲۰۰۱؛ شاهین و اولا، ۲۰۱۸؛ ترانگ و هینی، ۲۰۰۷). با این حال، مطالعات دیگر نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود ارتباط منفی وجود دارد (باتاچاریا، ۲۰۰۷؛ فریرا و همکاران، ۲۰۱۰؛ ماری و پاجاستی، ۲۰۰۲؛ ون و جیا، ۲۰۱۰). سعید و ضمیر (۲۰۲۱) ادعا کردند که مالکیت نهادی به طور منفی رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و تصمیمات پرداخت سود سهام را در بازارهای نوظهور طی سال‌های ۲۰۱۰-۲۰۱۰ تعدیل می‌کند. در مطالعات دیگر ادعا شده است که مالکان نهادی

در بازارهای نوظهور کوتاه‌نگر هستند و عمدتاً به بازده کوتاه‌مدت تمایل دارند و کمتر به فعالیت‌های پایداری شرکت‌ها توجه دارند (کاکس و ویکس، ۲۰۱۱؛ نیوبوم و زهرا، ۲۰۰۶). بدین ترتیب، فرضیه سوم پژوهش به صورت زیر تدوین می‌گردد:

فرضیه سوم: مالکیت نهادی رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تعدیل می‌کند.

پیشینه

سات و لاتریدیس (۲۰۲۲) طی پژوهشی به بررسی تأثیر پیچیدگی زبان گزارش‌های مالی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در امریکا پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد شرکت‌هایی که گزارش‌های سالانه پیچیده دارند، تمایل دارند سود سهام کمتری بپردازند. علاوه بر این، تحت تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه بین پیچیدگی زبان گزارش‌های مالی و سیاست تقسیم سود تضعیف می‌شود.

باروز و همکاران (۲۰۲۱) نقش سهامداران فعال در تصمیمات تقسیم سود شرکت‌های غیرمالی ایالات متحده را بررسی کردند. یافته‌های این پژوهش از این ادعا پشتیبانی می‌کند که کمپن‌های فعال به طور مثبتی با احتمال تصمیم شرکت‌ها برای پرداخت سود سهام مرتبط هستند. چانگ و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر چسبندگی هزینه‌های عمومی، اداری و فروش در بورس اوراق بهادار آمریکا پرداختند. در این پژوهش که چسبندگی هزینه‌ها به پیروی از مدل اندرسون و همکاران (۲۰۰۳) اندازه‌گیری شد، نتایج نشان داد که مالکیت نهادی قوی باعث کاهش رفتار نامتقارن هزینه و کاهش چسبندگی آنها می‌شود.

وارث و همکاران (۱۴۰۱) در تحقیقی به بررسی تجربی تأثیر حاکمیت شرکتی در کارایی تخصیص سرمایه شرکت‌های عمومی پرداختند. طبق مبانی نظری و یافته‌های پژوهش، حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که میان متغیرهای حاکمیت شرکتی شامل استقلال هیئت‌مدیره، ساختار رهبری، اندازه هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی و وجود اعضای غیرموظف در کمیته حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد.

بابایی و همکاران (۱۴۰۰) طی پژوهشی رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت: با تأکید بر نقش امتیاز افشا و اندازه شرکت را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های این

پژوهش نشان داد که بین ابعاد مالی و غیر مالی عملکرد پایداری شرکتی (ابعاد اجتماعی، حاکمیتی، زیست محیطی و اخلاقی) و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و شرکت‌هایی که عملکرد پایداری بالاتری دارند، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در آن‌ها بیشتر است. همچنین یافته‌ها مؤید این است که شرکت‌هایی که امتیاز افشای بالاتری دارند، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در آن‌ها بیشتر است و تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در شرکت‌های بزرگ و کوچک تقریباً برابر است.

سیدنژاد فهیم و همکاران (۱۴۰۰) در تحقیقی به بررسی تأثیر فشار سرمایه‌گذاران بر سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که فشار سرمایه‌گذاران بر سود تقسیمی هر سهم و نسبت سود تقسیمی به فروش تأثیر مثبت و معناداری دارد.

صالحی و همکاران (۱۴۰۰) به تأثیر نقدشوندگی سهام بر اهرم مالی مازاد: با تأکید بر نقش عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی مازاد رابطه منفی و معنی داری وجود دارد و عدم تقارن اطلاعاتی این رابطه را تعدیل می‌کند و از شدت آن می‌کاهد. در واقع در شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاست به دلیل عدم دسترسی همزمان همه افراد به اطلاعات و وجود عدم تقارن اطلاعاتی، باعث می‌شود تا تأثیر منفی نقدشوندگی بر اهرم مالی مازاد شدت کمتری بگیرد و از آن کاسته شود.

روش‌شناسی

پژوهش حاضر از لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی، از نظر شیوه اجرا پژوهشی توصیفی- علی، و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها از نوع پس رویدادی است و از نظر نوع جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، کتابخانه‌ای می‌باشد. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش پس از انتخاب شرکت‌های نمونه و جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز، از مدل‌های رگرسیونی استفاده شد. همچنین جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات پس از پردازش توسط نرم‌افزار صفحه گسترده اکسل، نرم‌افزار ایوبوز مورد استفاده قرار گرفته است. قلمرو مکانی پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. با توجه به محدودیت‌های ذکر شده در جدول ۱، تعداد ۱۶۸ شرکت بین سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. در نتیجه، داده‌های ۱۶۸۰ سال-شرکت برای واکاوی گردآوری شد.

جدول ۱. نحوه انتخاب نمونه آماری

۴۰۵	تعداد شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۴۰۰ عضو بورس تهران بودند.
-۴۸	کسر می‌شود: از ابتدای سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته نشده باشد.
-۳۰	کسر می‌شود: سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نباشد.
-۲۱	کسر می‌شود: تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی داده باشد.
-۱۱۲	کسر می‌شود: جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی باشد.
-۲۶	کسر می‌شود: داده‌های مورد نظر در دسترس نباشد.
۱۶۸	نمونه نهایی
۱۴۰۰-۱۳۹۱	سال‌های مورد بررسی

مدل‌های رگرسیونی

در پژوهش حاضر مدل‌های زیر جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش ارائه شده است:

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSP_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSP_{i,t} + \beta_2 CG_{i,t} + \beta_3 CSP_{i,t} * CG_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (۲)$$

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSP_{i,t} + \beta_2 INST_{i,t} + \beta_3 CSP_{i,t} * INST_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (۳)$$

تعریف عملیاتی متغیرها

متغیر وابسته: سیاست تقسیم سود (DIV)

برای سنجش سیاست تقسیم سود مطابق مطالعه ییلماز و همکاران (۲۰۲۲) و سات و لاتریدیس (۲۰۲۲) و فرج‌زاده دهکردی و آقایی (۱۳۹۴) از طریق نسبت سود تقسیمی هر سهم به کل فروش شرکت به دست می‌آید.

متغیر مستقل پژوهش: عملکرد پایداری شرکت‌ها (CSP)

سنجش عملکرد پایداری شرکتی از طریق شاخص KLD شامل مجموعه‌ای از نقاط قوت و نقاط ضعف یا نگرانی است که در پژوهش حاضر با استفاده از چک‌لیست رتبه‌بندی اجتماعی برای هر هفت بعد شامل اجتماعی، حاکمیتی، محیط‌زیست، روابط کارکنان، کیفیت محصول، حقوق بشر و تنوع‌بخشی اندازه‌گیری می‌شود. ابعاد عملکرد پایداری شرکت همراه با نقاط قوت و ضعف آنها در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. ابعاد عملکرد پایداری شرکت همراه با نقاط قوت و ضعف آنها

ابعاد		نقاط قوت	نقاط ضعف
اجتماعی (SOC)	ارتباطات اجتماعی	(۱) کمک به امور خیریه داخل کشور، (۲) کمک به امور خیریه خارج از کشور، (۳) برنامه حمایت از مسکن، (۴) برنامه حمایت از تحصیل.	(۱) اثرات منفی اقتصادی، (۲) مشکلات مالیاتی.
	تنوع	(۱) استفاده از مدیران اجرایی خانم و یا اقلیت جامعه، (۲) استفاده از خانم‌ها، اقلیت‌ها و افراد معلول عضو هیئت‌مدیره، (۳) منافع خارج از شرکت برای کودکان، سالمندان یا اوقات فراغت، (۴) کارمندان خانم و اقلیت، (۵) به کارگیری کارمندان جانباز و معلول.	(۱) مشکلات دادگاهی، (۲) نداشتن خانم در اعضای هیئت مدیره.
اخلاقی (ETH)	روابط کارکنان	(۱) در نظر گرفتن مزایای غیر نقدی، (۲) توزیع نقدی سود، (۳) مشارکت کارکنان، (۴) مزایای بازنشستگی، (۵) داشتن برنامه بهداشتی و ایمنی قوی.	(۱) کاهش نیروی کار، (۲) پرداخت جرائم بهداشت و ایمنی، (۳) ضعف در مزایای بازنشستگی.
	حقوق بشر	(۱) روابط دوستانه با مردم بومی، (۲) افشای مناسب حقوق کارکنان.	ندارد.
اقتصادی (ECO)	کیفیت محصول	(۱) کیفیت بلندمدت محصولات و خدمات، (۲) تحقیق و توسعه / نوآوری، (۳) مزایای شرایط سخت اقتصادی.	(۱) جریمه در رابطه با ایمنی محصول، (۲) پرداخت جرائم و یا دعاوی حقوقی مربوط به قراردادها، (۳) بازاریابی و شیوه تبلیغات و...
	محیط زیست (INV)	(۱) محصولات و خدمات سودمند، (۲) جلوگیری از آلودگی، (۳) استفاده از مواد بازیافتی در فرآیند تولید، (۴) صرفه جویی در انرژی، (۵) دریافت جایزه و لوح تقدیر در زمینه محیط زیست، (۶) حفظ املاک، ماشین آلات و تجهیزات، (۷) دریافت گواهینامه ایزو ۱۴۰۰۱ برای سیستم‌های مدیریتی شرکت.	(۱) ایجاد ضایعات خطرناک، (۲) مسائل قانونی، (۳) مواد شیمیایی نازک کننده لایه اوزون، (۴) تولید مواد شیمیایی کشاورزی، (۵) تغییرات آب‌وهوایی.

متغیرهای تعدیل‌گر

حاکمیت شرکتی (CG): اولین متغیر تعدیل‌گر پژوهش است که مطابق با پژوهش ترشیزی و بزاززاده تربتی (۱۳۹۷) برای سنجش این متغیر از دو شاخص استفاده شده که در

ادامه به آنها پرداخته می‌شود:

- نسبت مدیران غیرموظف (OUT): با استفاده از نسبت تعداد مدیران غیرموظف بر کل تعداد اعضای هیئت مدیره محاسبه می‌شود.
- اندازه هیئت مدیره (BRD): معادل تعداد اعضای هیئت مدیره است.

مالکیت نهادی (INST): دومین متغیر تعدیل‌گر این پژوهش است که برای سنجش آن مطابق با پژوهش‌های ییلماز و همکاران (۲۰۲۲) و رضایی پیتنه‌نوئی و غلامرضا پور (۱۳۹۹) مالکیت نهادی درصدی از سهام یک شرکت است که متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان و نهادها و شرکت‌های دولتی می‌باشد.

متغیرهای کنترلی

با توجه به پیشینه پژوهش متغیرهای کنترلی به شرح زیر انتخاب شده است: یکی از عوامل مهم در بررسی رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود، اندازه شرکت است. اندازه شرکت به عنوان یک ویژگی مهم در مدیریت مالی و حاکمیت شرکتی، تأثیر قابل توجهی بر این رابطه دارد. شرکت‌های بزرگ با سرمایه‌گذاری‌های گسترده، معمولاً منابع بیشتری در اختیار دارند و به طور کلی نقش قدرتمندتری در بازار دارند. آن‌ها برای تصمیمات مالی و سیاست تقسیم سود بیشتر از امکانات بیشتری استفاده می‌کنند. در حالی که شرکت‌های کوچکتر به دلیل محدودیت منابع و نیازمندی‌های مالی، ممکن است به سختی بتوانند سیاست تقسیم سود بهینه را اجرا کنند. به علاوه، اندازه شرکت می‌تواند تأثیر مستقیمی بر حاکمیت شرکتی داشته باشد. در شرکت‌های بزرگ با سهامداران متعدد و پراکنده، نظارت بر عملکرد مدیریتی و اجرای مناسب سیاست‌ها دشوارتر است (صالحی و همکاران، ۱۴۰۰). در مقابل، در شرکت‌های کوچکتر با تعداد سهامداران محدودتر، قدرت تصمیم‌گیری و کنترل بیشتری بر روی سیاست تقسیم سود وجود دارد. با این حال، برخی تحقیقات نشان داده‌اند که اندازه شرکت تأثیر یکنواختی بر رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود ندارد. در برخی مطالعات، به دلیل وجود تفاوت‌های صنعتی و قوانین محلی، نتایج متناقضی به دست آمده است. بنابراین، برای بررسی دقیق تأثیر اندازه شرکت، نیاز به تحقیقات بیشتر و معطوف به شرایط خاص و منحصر به فرد هر صنعت و کشور است. در نهایت، بررسی رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود با توجه به حاکمیت شرکتی، مالکیت نهادی و اندازه شرکت، یک زمینه پژوهشی پیچیده است و نیازمند تحقیقات بیشتر و دقیق‌تر است.

اهرم مالی نیز تأثیر مهمی در رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود دارد. اهرم مالی به معنای استفاده از بدهی برای تولید سود بیشتر و افزایش بازدهی سهام است. شرکت‌هایی که از اهرم مالی استفاده می‌کنند، معمولاً به منظور افزایش سود و ارزش سهام خود، بدهی بیشتری را به عنوان منبع تأمین مالی استفاده می‌کنند. با این کار، تحمیل بدهی بر روی شرکت انجام می‌شود و هزینه‌های مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها و سود سهامداران افزایش می‌یابد. تأثیر اهرم مالی بر رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود از طریق دو مسیر اصلی صورت می‌پذیرد. اولاً، اهرم مالی می‌تواند به طور مستقیم بر تصمیمات سیاست تقسیم سود تأثیر بگذارد (شاهین و اولاً، ۲۰۱۸). با افزایش بدهی و پرداخت سود به سهامداران، میزان سود موجود برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور جدید کاهش می‌یابد. این موضوع می‌تواند منجر به محدود شدن قابلیت شرکت برای ایجاد رشد پایدار و سرمایه‌گذاری در زمینه‌های استراتژیک شود. ثانیاً، اهرم مالی می‌تواند از طریق تأثیر بر حاکمیت شرکتی و نظارت بر عملکرد مدیران، تأثیری بر عملکرد پایداری شرکت داشته باشد. هنگامی که شرکت از اهرم مالی استفاده می‌کند و بدهی زیادی را به دوش می‌کشد، ذینفعان و ریسک‌ستکی احتمالی شرکت ممکن است نگران شوند و تلاش کنند تا با مراقبت‌های بیشتری، عملکرد و مدیریت شرکت را نظارت کنند. این نظارت می‌تواند منجر به افزایش پاسخگویی مدیران و بهبود عملکرد پایداری شرکت شود (باروز و همکاران، ۲۰۲۱).

بازده دارایی یکی از معیارهای مهم در بررسی عملکرد پایداری شرکت است و تأثیر قابل توجهی بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و عملکرد پایداری شرکت دارد. بازده دارایی نشان می‌دهد که شرکت چقدر توانسته است با استفاده از دارایی‌های خود سودآوری داشته باشد. این معیار به صورت نسبت سود خالص (سود ناخالص منهای هزینه‌های مالی) به جمع دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود. بازده دارایی نشان می‌دهد که شرکت چقدر به طور کلی در فعالیت‌های سودآور خود نقش دارد. تأثیر بازده دارایی بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و عملکرد پایداری شرکت قابل توجه است. بازده دارایی بالا نشان‌دهنده عملکرد موثر و بهینه شرکت است که دارایی‌های خود را به خوبی بهره‌برداری می‌کند و سودآوری قابل توجهی را برای سهامداران خود ایجاد می‌کند. زمانی که شرکت بازده دارایی بالا دارد، معمولاً توانسته است با استفاده از منابع خود سودآوری مطلوبی را ایجاد کند. در نتیجه، شرکت ممکن است قادر باشد سودهای بیشتری را بین سهامداران تقسیم کند و سیاست تقسیم سود مطلوبی را اجرا

رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود با توجه به نقش حاکمیت و... ۵۳

کند. این می‌تواند بهبود عملکرد پایداری شرکت را نشان دهد، زیرا سودآوری بالا و توانایی تقسیم سود به منظور جذب و حفظ سرمایه‌گذاران و سهامداران مهم است (چانگ و همکاران، ۲۰۲۱). همچنین، با بازده دارایی بالا، شرکت معمولاً قادر است منابع بیشتری را برای انجام سرمایه‌گذاری‌های رشدزا و استراتژیک در اختیار داشته باشد. این سرمایه‌گذاری‌ها می‌توانند منجر به رشد پایدار و بهبود عملکرد شرکت در طولانی مدت شوند. به طور کلی، بازده دارایی بالا می‌تواند تأثیر مثبتی بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و عملکرد پایداری شرکت داشته باشد. با این حال، باید توجه داشت که عوامل دیگری نیز می‌توانند در این رابطه تأثیرگذار باشند که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است. با توجه به موارد بالا، متغیرهای کنترلی زیر در این پژوهش استفاده شده است.

اندازه شرکت (SIZE): از لگاریتم طبیعی مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت استفاده می‌شود.

اهرم مالی (LEV): از نسبت مجموع بدهی‌ها تقسیم به مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال استفاده می‌شود.

بازده دارایی (ROA): از طریق نسبت سود خالص به دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

یافته‌ها

آمار توصیفی

یافته‌های پژوهش شامل آمار توصیفی و آمار استنباطی است. ابتدا آمار توصیفی در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. آمار توصیفی

متغیر	نماد	مشاهدات	میانگین	میان	کمترین	بیشترین	انحراف معیار
سیاست تقسیم سود	DIV	۱۶۸۰	۰/۱۴۸	۰/۰۷۳	۰/۰۰۰	۱/۸۳۵	۰/۲۰۷
عملکرد پایداری شرکت	CSP	۱۶۸۰	۶/۵۳۰	۶	۱	۲۹	۲/۶۲۳
نسبت مدیران غیرموظف	OUT	۱۶۸۰	۰/۶۸۸	۰/۸۰۰	۰/۰۰۰	۱	۰/۱۵۵
اندازه هیئت‌مدیره	BRD	۱۶۸۰	۵/۱۳	۵	۵	۷	۰/۳۹۴
مالکیت نهادی	INST	۱۶۸۰	۰/۶۹۷	۰/۷۳۹	۰/۰۰۰	۱	۰/۲۰۱
اندازه شرکت	SIZE	۱۶۸۰	۱۵/۱۳۵	۱۵/۰۰۳	۱۰/۷۳۵	۱۹/۹۹۱	۱/۸۱۷
اهرم مالی	LEV	۱۶۸۰	۰/۵۳۹	۰/۵۳۹	۰/۰۱۳	۱/۵۶۶	۰/۲۲۰
بازده دارایی	ROA	۱۶۸۰	۰/۱۵۴	۰/۱۲۷	-۰/۴۰۴	۰/۶۸۲	۰/۱۵۷

مطابق با نتایج جدول ۳، نسبت مدیران غیرموظف با میانگین $0/688$ که نشان می‌دهد 68 درصد کل اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها را مدیران غیرموظف تشکیل می‌دهد. همچنین، میانگین متغیر اهرم مالی برابر با $0/539$ است که نشان می‌دهد 53 درصد دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی را بدهی و استقراض تشکیل می‌دهد. علاوه بر این، از میان متغیرها، متغیر عملکرد پایداری شرکت دارای بیشترین انحراف معیار می‌باشد. میانگین سیاست تقسیم سود $0/148$ است، که نشان می‌دهد که شرکت‌ها حدود 148% از سود خود را به صورت تقسیم سود به سهامداران اختصاص می‌دهند. مقدار میانه $0/073$ است، که نشان می‌دهد که 50% از شرکت‌ها سیاست تقسیم سود کمتر از این مقدار و 50% دارای سیاست بیشتری هستند. کمترین مقدار سیاست تقسیم سود در این مجموعه داده صفر است که نشان می‌دهد بخشی از شرکت‌ها سودی به سهامداران تخصیص نمی‌دهند. بیشترین مقدار سیاست تقسیم سود $1/835$ است که نشان می‌دهد برخی از شرکت‌ها سود خود را به نسبت بسیار بالایی توزیع می‌کنند. انحراف معیار سیاست تقسیم سود $0/207$ است، که نشان می‌دهد میزان پراکندگی داده‌ها از میانگین نسبتاً بالا است. با توجه به نتایج اندازه هیئت‌مدیره، میانگین تعداد اعضای هیئت‌مدیره در شرکت‌ها حدود $5/13$ نفر است. کمترین تعداد اعضای هیئت‌مدیره در این مجموعه داده 5 عضو است، که نشان می‌دهد برخی از شرکت‌ها هیئت‌مدیره‌ای با تعداد حداقلی اعضا دارند. نتایج نسبت مدیران غیرموظف نشان می‌دهد که در این مجموعه داده، میانگین تعداد مدیران غیرموظف در شرکت‌ها حدود $0/688$ نفر است. کمترین تعداد مدیران غیرموظف در این مجموعه داده صفر است، که نشان می‌دهد برخی از شرکت‌ها هیچ مدیر غیرموظفی ندارند. انحراف معیار نیز با مقدار $0/155$ نشان می‌دهد که پراکندگی داده‌ها در مورد تعداد مدیران غیرموظف از میانگین قابل توجه است. با توجه به بازده دارایی بالا، شرکت می‌تواند منابع خود را به طور کارآمد بهره‌برداری کند و سودآوری قابل توجهی داشته باشد. این معیار نشان می‌دهد که شرکت چقدر در فعالیت‌های سودآور خود موفق عمل می‌کند. مجموعه داده‌ها بیانگر وجود دارایی‌هایی هستند که عملکرد بسیار ضعیف دارند و حتی سود منفی (زیان) داشته‌اند، در حالی که برخی از دارایی‌ها بازده بسیار بالا داشته‌اند. میزان پراکندگی داده‌ها از میانگین بسیار بالا است. این مورد نشان می‌دهد که در مجموعه داده بازده دارایی شرکت‌ها پراکنده است و تنوع قابل توجهی در عملکرد آن‌ها وجود دارد. با توجه به این

رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود با توجه به نقش حاکمیت و... ۵۵

توضیحات، می‌توان نتیجه گرفت که بازده دارایی می‌تواند تأثیر قابل توجهی بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و عملکرد پایداری شرکت داشته باشد.

آزمون فرضیه‌ها

نتایج حاصل از برآورد مدل اول پژوهش در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج آماری آزمون مدل اول

متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری	VIF
عرض از مبدأ	β_0	-۰/۱۶۷	۰/۰۲۶	-۶/۵۵۵	۰/۰۰۰	---
عملکرد پایداری شرکت	CSP	۰/۰۱۶	۰/۰۰۲	۱۰/۱۶۰	۰/۰۰۰	۱/۰۶۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۱/۴۴۵	۰/۱۴۹	۲/۱۸۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۹۹	۰/۰۱۱	-۸/۷۳۱	۰/۰۰۰	۱/۸۲۵
بازده دارایی	ROA	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۱/۶۹۰	۰/۰۹۱	۲/۴۹۴
اثرات سال	YEAR	کنترل شد				
اثرات صنعت	IND	کنترل شد				
آماره F فیشر		۱۸۷/۰۲۸				
معناداری آماره F فیشر		۰/۰۰۰				
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۰۹				
دوربین واتسون		۱/۹۵۹				

نتایج آماری جدول ۴ نشان می‌دهد که آیا هر یک از متغیرهای توضیحی تأثیر معناداری بر متغیر وابسته داشته است یا خیر. با بررسی متغیر عملکرد پایداری شرکت (CSP)، می‌بینیم که ضریب آن ۰/۰۱۶ و انحراف معیار آن ۰/۰۰۲ است. آماره t برای این متغیر ۱۰/۱۶۰ است که نشان می‌دهد تأثیر آن معنادار است. به علاوه، مقدار VIF برابر با ۱/۰۶۳ است که نشان می‌دهد که این متغیر با سایر متغیرها همبستگی متوسطی دارد. متغیر اندازه شرکت (SIZE) نیز مورد بررسی قرار گرفته است. ضریب این متغیر -۰/۰۰۲ است و انحراف معیار آن ۰/۰۰۱ است. آماره t برای این متغیر -۱/۴۴۵ است که نشان می‌دهد تأثیر آن معنادار است. این متغیر همچنین یک مقدار VIF برابر با ۲/۱۸۰ دارد، که نشان می‌دهد اندازه شرکت با سایر متغیرها همبستگی متوسطی دارد. متغیر اهرم مالی (LEV) نیز مورد بررسی قرار گرفته است. ضریب این متغیر -۰/۰۹۹ است و انحراف معیار آن ۰/۰۱۱ است. آماره t برای این متغیر -۸/۷۳۱ است که نشان می‌دهد تأثیر آن معنادار است. مقدار

VIF برای این متغیر ۱/۸۲۵ است، که نشان می‌دهد اهرم مالی با سایر متغیرها همبستگی متوسطی دارد. بدین ترتیب می‌توانیم نتیجه بگیریم که عملکرد پایداری شرکت، اندازه شرکت و اهرم مالی به طور معناداری بر بازده دارایی تأثیر می‌گذارند. با افزایش عملکرد پایداری شرکت و اندازه شرکت، بازده دارایی نیز افزایش می‌یابد. اما با افزایش اهرم مالی، بازده دارایی کاهش می‌یابد. نتایج آماری نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی در کنترل اثرات سال و اثرات صنعت، توانایی تفسیر و پیش‌بینی بازده دارایی را دارند. آماره دوربین واتسون پس از برآورد ضرایب، مقدار ۱/۹۵۹ را نشان می‌دهد که به معنی عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلال می‌باشد، بنابراین مشکل خودهمبستگی سریالی در این فرضیه مشاهده نمی‌شود. قبل از آزمون فرضیه پژوهش براساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به معنی داری آماره F محاسبه شده به میزان (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۶۰ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (سیاست تقسیم سود)، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. نتایج حاصل از برآورد مدل دوم پژوهش در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آماری آزمون مدل دوم

سنجه دوم حاکمیت شرکتی (BRD)					سنجه اول حاکمیت شرکتی (OUT)					نماد	متغیر
VIF	معناداری	آماره t	انحراف معیار	ضریب	VIF	معناداری	آماره t	انحراف معیار	ضریب		
----	۰/۰۰۸	-۲/۶۷۸	۰/۰۸۳	-۰/۲۲۳	----	۰/۰۰۰	-۵/۸۹۸	۰/۰۳۳	-۰/۱۹۹	β_0	عرض از مبدأ
۱/۰۶۳	۰/۰۰۰	۱۰/۲۰۵	۰/۰۰۲	۰/۰۱۷	۱/۰۶۹	۰/۰۰۰	۱۰/۲۱۰	۰/۰۰۲	۰/۰۱۷۷	CSP	عملکرد پایداری شرکت
۱/۱۰۶	۰/۰۰۴	۲/۸۹۴	۰/۰۸۹	۰/۲۵۷	۱/۱۶۰	۰/۰۱۷	۲/۳۹۱	۰/۰۰۴	۰/۰۰۹	OUT	حاکمیت شرکتی
----	۰/۰۰۶	۲/۷۴۲	۰/۰۴۲	۰/۱۱۶	----	۰/۰۰۳	۲/۹۵۴	۵/۰۴۲	۱۴/۸۹۲	CSP* CG	اثر تعاملی
۲/۲۰۰	۰/۲۸۶	-۱/۰۶۷	۰/۰۰۶	-۰/۰۰۶	۲/۲۶۸	۰/۲۶۶	-۱/۱۱۴	۰/۰۰۶	-۰/۰۰۶	SIZE	اندازه شرکت
۱/۸۴۸	۰/۰۰۰	-۸/۲۱۳	۰/۰۱۱	-۰/۰۹۳	۱/۸۲۶	۰/۰۰۰	-۸/۷۰۴	۰/۰۱۱	-۰/۰۹۹	LEV	اهرم مالی
۲/۵۰۰	۰/۴۶۶	۰/۷۲۹	۰/۰۱۶	۰/۰۱۱	۲/۵۰۳	۰/۱۴۶	۱/۴۵۳	۰/۰۰۳	۰/۰۰۵	ROA	بازده دارایی
کنترل شد					کنترل شد					YEAR	اثرات سال
کنترل شد					کنترل شد					IND	اثرات صنعت
۱۶۶/۴۷۶					۱۶۹/۰۴۵					آماره F فیشر	
۰/۰۰۰					۰/۰۰۰					معناداری آماره F فیشر	
۰/۵۹۳					۰/۶۰۶					ضریب تعیین تعدیل شده	
۱/۹۸۰					۱/۹۵۶					دوربین واتسون	

با توجه به نتایج جدول ۵، ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر اثر تعاملی (CSP*CG) در هر دو سنجه حاکمیت شرکتی مثبت و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است، زیرا معناداری محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است که حاکی از وجود رابطه معنادار میان اثر تعاملی عملکرد پایداری شرکت و حاکمیت شرکتی با سیاست تقسیم سود در سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، می‌توان گفت حاکمیت شرکتی رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تعدیل و تقویت می‌کند. مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ ($VIF < 5$) می‌باشد. بنابراین بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود ندارد و مدل برازش شده دارای اعتبار می‌باشد. آماره دوربین واتسون پس از برآورد ضرایب، مقادیر ۱/۹۵۶ و ۱/۹۸۰ را نشان می‌دهد که به معنی عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلاص می‌باشد. نتیجتاً مشکل خودهمبستگی سریالی در این فرضیه مشاهده نمی‌شود. با توجه به معنی داری آماره‌های F محاسبه شده به میزان (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضرایب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۶۰ و ۵۹ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (سیاست تقسیم سود)، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. همچنین، نتایج جدول ۵ نشان می‌دهد که برخی از متغیرها تأثیر معناداری بر سنجه‌های حاکمیت شرکتی دارند. به عنوان مثال، متغیر عملکرد پایداری شرکت (CSP) با ضریب ۰/۰۱۷۷ و انحراف معیار ۰/۰۰۲، تأثیر مثبت و معناداری بر سنجه اول حاکمیت شرکتی دارد. همچنین، متغیر اثر تعاملی (CSP*CG) با ضریب ۱۴/۸۹۲ و انحراف معیار ۵/۰۴۲، تأثیر معناداری بر سنجه دوم حاکمیت شرکتی (BRD) دارد. البته، برخی از متغیرها تأثیر معناداری ندارند. به عنوان مثال، متغیر اندازه شرکت (SIZE) با ضریب ۰/۰۰۶- و انحراف معیار ۰/۰۰۶، تأثیر معناداری بر هیچکدام از سنجه‌های حاکمیت شرکتی ندارد.

نتایج حاصل از برآورد مدل سوم پژوهش در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج آماری آزمون مدل سوم

متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری	VIF
عرض از مبدأ	β_0	-۰/۱۸۷	۰/۰۲۷	-۶/۷۹۸	۰/۰۰۰	----
عملکرد پایداری شرکت	CSP	۰/۰۱۶	۰/۰۰۲	۹/۳۴۰	۰/۰۰۰	۱/۰۶۵
مالکیت نهادی	INST	-۰/۰۳۶	۰/۰۱۷	-۲/۱۳۱	۰/۰۳۳	۱/۲۵۸
اثر تعاملی	CSP*INST	-۰/۰۴۹	۰/۰۱۷	-۲/۸۸۲	۰/۰۰۴	----
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۶	-۱/۱۱۴	۰/۲۶۶	۲/۲۷۸
اهرم مالی	LEV	-۰/۱۰۶	۰/۰۱۱	-۹/۲۸۳	۰/۰۰۰	۱/۸۹۴
بازده دارایی	ROA	۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	۰/۷۶۰	۰/۴۴۷	۲/۵۳۴
اثرات سال	YEAR	کنترل شد				
اثرات صنعت	IND	کنترل شد				
آماره F فشر		۱۷۱/۴۷۸				
معناداری آماره F فشر		۰/۰۰۰				
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۱۹				
دوربین واتسون		۱/۹۵۷				

با توجه به جدول ۶، ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر اثر تعاملی (CSP*INST) منفی و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است، زیرا معناداری محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است که حاکی از وجود رابطه معنادار میان اثر تعاملی عملکرد پایداری شرکت و مالکیت نهادی با سیاست تقسیم سود در سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین می توان گفت مالکیت نهادی رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تعدیل و تضعیف می کند. مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ ($VIF < 5$) می باشد. بنابراین بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد و مدل برازش شده دارای اعتبار می باشد. آماره دوربین واتسون پس از برآورد ضرایب، مقدار ۱/۹۵۷ را نشان می دهد که به معنی عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلاص می باشد و در نتیجه مشکل خودهمبستگی سریالی در این فرضیه مشاهده نمی شود. با توجه به معنی داری آماره F محاسبه شده به میزان (۰/۰۰۰)، می توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده می توان ادعا نمود، حدود ۶۱ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (سیاست تقسیم سود)، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود. همچنین، نتایج جدول نشان می دهد

که برخی از متغیرها تأثیر معناداری بر متغیرهای وابسته دارند. به عنوان مثال، متغیر عملکرد پایداری شرکت (CSP) با ضریب $0/016$ و انحراف معیار $0/002$ ، تأثیر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارد. همچنین، متغیر مالکیت نهادی (INST) با ضریب $-0/036$ و انحراف معیار $0/017$ ، تأثیر منفی و معناداری بر متغیر وابسته دارد. همچنین، اثر تعاملی بین متغیرها نیز مورد بررسی قرار گرفته است. متغیر اثر تعاملی (CSP*INST) با ضریب $-0/049$ و انحراف معیار $0/017$ ، تأثیر منفی و معناداری بر متغیر وابسته دارد. در این جدول، برخی از متغیرها تأثیر معناداری ندارند. به عنوان مثال، متغیر اندازه شرکت با ضریب $-0/006$ و انحراف معیار $0/006$ ، تأثیر معناداری بر متغیر وابسته ندارد.

استحکام نتایج

مدل‌سازی بوت استرپ یک روش آماری است که برای ارزیابی و تخمین استحکام نتایج در تحلیل داده‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. این روش با استفاده از روش تکرار نظیرگیری به صورت تصادفی، بدون جای‌گذاری نمونه‌ها، نمونه‌برداری را انجام می‌دهد و سپس مجموعه‌های تکرار نظیرگیری (bootstrap samples) جدیدی از داده‌ها را به دست می‌آورد. برای استفاده از مدل بوت استرپ، ابتدا نمونه‌های تصادفی از داده‌ها تولید شد. سپس با استفاده از این نمونه‌ها، تحلیل‌های آماری مورد نظر انجام شد و اندازه اثر به دست آمد. فرآیند تکرار نظیرگیری (resampling) انجام و در آن هر نمونه تصادفی مستقل از بقیه نمونه‌ها استخراج شد. بعد از تکرار نظیرگیری، توزیع نمونه‌های آماری به دست آمد و با استفاده از آن، بازه‌های اطمینان و یا مقدار P-value مورد نیاز محاسبه شد. استفاده از مدل بوت‌سترپ مزایای زیادی دارد. اولاً، این مدل برای مواجهه با داده‌های کم و منابع محدود خوب عمل می‌کند. زیرا این روش مستقل از توزیع داده‌ها است و نیازی به مفروضات خاصی برای داده‌ها ندارد. همچنین، مدل بوت‌سترپ قابلیت تطبیق با چندین مدل آماری و روش تحلیلی را دارد و امکان استفاده از تکنیک‌های پیچیده‌تر مانند تخمین بیزی را به ما می‌دهد. علاوه بر این، مدل بوت استرپ قادر است تا بازه‌های اطمینان غیر پارامتری را برای توزیع‌هایی که دقیقاً مشخص نیستند، تولید کند. بطور کلی، با استفاده از آزمون بوت استرپ و مدل‌سازی بوت استرپ، می‌توان نتایج را بررسی کرده و استحکام آنها را ارزیابی کرد که در جدول ۷ نشان داده شده است.

جدول (۷). نتایج مدل سازی بوت استرپ

p-value	فرضیه‌ها
0/002	CSP = 0/000
0/011	INST = 0/000
0/006	CSP*INST = 0/000
0/251	000/SIZE = 0 000/LEV = 0.000 0
0/435	000/ROA = 0

در جدول ۷، مقادیر ضریب، خطا معیار استاندارد و آماره t برای هر متغیر در مدل بوتسترپ نمایش داده شده است. همچنین، مقدار p-value برای هر فرضیه نیز آورده شده است. نتایج بوتسترپ نشان می‌دهد که برخی از متغیرها، مانند عملکرد پایداری شرکت و مالکیت نهادی، تأثیر معناداری بر متغیر سیاست تقسیم سود دارند. همچنین، تأثیر اثر تعاملی بین عملکرد پایداری شرکت و مالکیت نهادی (CSP*INST) نیز معنادار است. در مقابل، متغیرهای اندازه شرکت و بازده دارایی تأثیر معناداری بر متغیر سیاست تقسیم سود ندارند. همچنین، متغیر اهرم مالی نیز تأثیر معناداری بر متغیر سیاست تقسیم سود دارد. با توجه به مقادیر p-value بدست آمده از آزمون بوت استرپ، فرضیه "CSP = 0" با p-value برابر با ۰/۰۰۲ رد نمی‌شود و عملکرد پایداری شرکت تأثیر معناداری بر متغیر سیاست تقسیم سود دارد.

بحث و نتیجه گیری

همان‌طور که عنوان شد هدف اساسی پژوهش حاضر بررسی رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود با توجه به نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی بود. فرضیه اول پژوهش رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را مورد آزمون قرار داده است. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه حاکی از آن است که بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. به عبارتی، رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود قدرت رقابتی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد و شهرت آنها را در چشم سهامداران و ذینفعان افزایش خواهد

داد. در واقع، شرکت‌هایی با امتیاز بیشتر عملکرد پایداری سود سهام بالایی را ارائه می‌کنند و بر این باورند که امتیاز بیشتر به دلیل ریسک کمتر و روابط بهتر با سهامداران، درآمد را افزایش می‌دهد. بنابراین، فعالیت‌های پایداری باعث افزایش درآمد و مزایای رقابتی بیشتر از طریق مدیریت بهتر روابط با سهامداران به شرکت‌ها می‌شود. از این نظر، سیاست تقسیم سود ممکن است در نظم بخشیدن به استفاده از جریان‌های نقدی آزاد عمل کند و ممکن است به بازار نشان دهد که مخارج فعالیت‌های پایدار به دور از فرسودگی نقدینگی شرکت است و منجر به تخصیص کافی منابع می‌شود. بر این اساس می‌توان گفت با بهبود عملکرد پایداری شرکت‌ها، سیاست تقسیم سود نیز افزایش می‌یابد. نتیجه بدست آمده در این پژوهش با یافته پژوهش مصطفی و همکاران (۲۰۲۲) مطابقت دارد.

فرضیه دوم پژوهش نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی در رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود بررسی کرد. نتیجه نشان داد حاکمیت شرکتی رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تقویت می‌کند. بدین ترتیب، حاکمیت شرکتی ابزار برای ایجاد توازن بین سهامداران و مدیریت است و سبب کاهش مشکلات نمایندگی است. بنابراین، شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی بهتر مشکلات نمایندگی کمتری دارند در این میان شرکت‌ها نیز فعالیت‌های پایداری روشنگری را انجام می‌دهند و گزارش‌های جذابی را برای نشان دادن تعهد خود به قرارداد بین خود و محیط اطراف خود تهیه می‌کنند. در حقیقت شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی‌تر تمایل بیشتری به تقسیم سود دارند. چرا که، شرکت‌های با حاکمیت شرکتی بهتر با برگرداندن وجوه نقد بیشتر به سرمایه‌گذاران، سعی در حمایت سهامداران خواهند داشت بنابراین، امتیاز حاکمیت شرکتی احتمالاً به طور مثبتی با پرداخت سود سهام در ارتباط است، این نتیجه حاکی از اهمیت حاکمیت شرکتی در کاهش مشکلات نمایندگی از طریق تشویق شرکت‌ها به مشارکت در امور پایداری و پرداخت سود سهام بالا است. نتیجه بدست آمده در این پژوهش با یافته پژوهش مصطفی و همکاران (۲۰۲۲) مطابقت دارد.

فرضیه سوم پژوهش نقش تعدیلی مالکیت نهادی در رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. نتیجه نشان داد مالکیت نهادی رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تضعیف می‌کند. بدین معنی که، مالکان نهادی عمدتاً گرایش به سمت بازده کوتاه‌مدت دارند و کمتر توجه خود را معطوف فعالیت‌های پایداری

شرکت‌ها می‌کنند. از آنجا که هدف اصلی مالکان نهادی از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها دستیابی به سود و نهایتاً افزایش ثروت آنها است. رقم سود گزارش شده و نیز سود تقسیمی شرکت‌ها از اهمیت خاصی برخوردار است. زیرا قیمت بازار سهام شدیداً تحت تأثیر سود گزارش و توزیع شده شرکت‌ها قرار دارد و به این ترتیب مالکان نهادی احتمالاً تلاش خواهند کرد تا در اتخاذ تصمیم‌های اثرگذار بر سود گزارش شده و سود تقسیمی شرکت‌ها تأثیرگذار باشند و حتی ممکن است که به منظور دستیابی به اهداف خود، فشارهایی نیز به مدیریت شرکت‌ها وارد نمایند. در نتیجه شرکت‌ها به جای سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های پایدار، تمایل بیشتری به دریافت سود سهام دارند. یافته بدست آمده در این پژوهش با یافته پژوهش مصطفی و همکاران (۲۰۲۲) مطابقت دارد.

با توجه به یافته‌های این پژوهش به تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود که هنگام ارزیابی شرکت‌ها، علاوه بر تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی، به عملکرد پایداری شرکت‌ها، حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی هریک از شرکت‌ها توجه نموده و به عنوان عوامل تأثیرگذار بر سیاست تقسیم سود در نظر بگیرند تا بتوانند پرتفوی مناسبی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب نمایند. با توجه به رابطه مثبت عملکرد پایداری شرکت‌ها و سیاست تقسیم سود، به سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که بحث سیاست تقسیم سود برایشان مهم است، پیشنهاد می‌شود به میزان عملکرد پایداری شرکت‌ها توجه داشته باشند.

یادداشت‌ها

1. Oh & Park
2. Hafni & Priantinah
3. Dahlsrud
4. Montiel

منابع

- بابائی، فاطمه، رحمانی، علی، همایون، سعید، امین، وحید، (۱۴۰۰)، رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت: با تأکید بر نقش امتیاز افشا و اندازه شرکت. *دانش حسابداری*، دوره ۳، شماره، صص ۱-۲۷.
- ترشیزی، علی، بزاززاده تربتی، حمید رضا، (۱۳۹۷)، رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک شرکت: نقش تعدیل‌کننده مسئولیت اجتماعی. *دانش حسابداری مالی*، دوره ۵، شماره ۳، صص ۱۳۵-۱۵۱.

خدای پور، احمد، هوشمند، رحمت اله و مصطفی دلدار، (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر نرخ مؤثر مالیاتی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهشنامه مالیات*، دوره ۲۱، شماره ۱۷، صص ۳۱-۵۵.

سیدنژاد فهیم، سیدرضا، بلالی، آیت، حسن زاده، فرشته، (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر فشار سرمایه‌گذاران بر سیاست تقسیم سود. *مدیریت نوآوری و راهبردهای عملیاتی*، دوره ۲، شماره ۲، صص ۱۶۷-۱۷۹.

رضائی پیته نوئی، یاسر، غلامرضا پور، محمد، (۱۳۹۹)، قدرت مدیرعامل و بهره‌وری نیروی کار شرکت: آزمون تجربی نظریه تورنمنت، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۹، شماره ۱، صص ۹۶-۱۱۲.

صالحی، اله کرم، مهدی پور، علیار، بهاری پور، عباس، (۱۴۰۰)، تأثیر نقدشوندگی سهام بر اهرم مالی مازاد: با تأکید بر نقش عدم تقارن اطلاعاتی. *فصلنامه تحلیل بازار سرمایه*، دوره ۱، شماره ۲، صص ۶۰-۸۴.

فرج‌زاده دهکردی، حسن، آقایی، لیلا، (۱۳۹۴)، سیاست تقسیم سود و گزارشگری مالی متقلبان. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، دوره ۱۲، شماره ۴۵، صص ۹۷-۱۱۴.

فروغی، داریوش، سعیدی، علی، اژدر، محسن، (۱۳۸۸)، تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱، شماره ۲، صص ۱۱۴-۱۲۹.

وارث، حامد، صلواتی‌زاده، علی، بنازاده، محمدجواد، (۱۴۰۱)، بررسی تجربی تأثیر حاکمیت شرکتی در کارایی تخصیص سرمایه شرکت‌های عمومی. *مدیریت دولتی*، دوره ۱۴، شماره ۴، صص ۵۰۹-۵۳۰.

Babaei, F., Rahmani, A., Homayoun, S., & Amin, V. (2021). The relationship between corporate sustainability performance and firm value: emphasizing the role of disclosure score and firm size. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(3), 1-27. [In Persian].

Barros, V., Matos, P. V., Sarmiento, J. M., & Vieira, P. R. (2021). Do activist shareholders influence a manager's decisions on a firm's dividend policy: A mixed-method study. *Journal of Business Research*, 122, 387-397.

Benlemlih, M. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance*, 47, 114-138.

Bhattacharyya, N. (2007). Good managers invest more and pay less

- dividends: a model of dividend policy. In *Issues in Corporate Governance and Finance* (Vol. 12, pp. 91-117). Emerald Group Publishing Limited.
- Birkey, R., Michelon, G., & Patten, D. M. (2016). Does assurance on csr reporting enhance environmental reputation? An examination in the US. In *Accounting Forum*, 40 (3): 143–152.
- Boubakri, N., J. C. Cosset, and O. Guedhami. (2005). Post privatization corporate governance: the role of ownership structure and investor protection. *Journal of Financial Economics*, 76 (2): 369–399.
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of financial Economics*, 61(3), 345-381.
- Chen, K-Y, J Elder & Sh Hung. (2010). The investment opportunity set and earnings management: evidence from the role of controlling shareholders, *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), pp 193-211.
- Chung, C. Y., Hur, S. K., & Liu, C. (2021). Institutional investors and cost stickiness: Theory and evidence. *The North American Journal of Economics and Finance*, 47, 336-350.
- Cheung, A., M. Hu, and J. Schwiebert. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. *Accounting & Finance*, 58 (3): 787–816.
- Coskun, M., and Ö Sayilir. (2012). Relationship between corporate governance and financial performance of Turkish companies. *International Journal of Business and Social Science*, 3 (14): 59–64.
- Cox, P., & Wicks, P. G. (2011). Institutional interest in corporate responsibility: Portfolio evidence and ethical explanation. *Journal of business ethics*, 103, 143-165.
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate social responsibility and environmental management*, 15(1), 1-13.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- Faller, C. M., & zu Knyphausen-Aufseß, D. (2018). Does equity ownership matter for corporate social responsibility? A literature review of theories and recent empirical findings. *Journal of Business Ethics*, 150, 15-40.
- Farajzadeh Dehkordi, H., & Aghaei, L. (2015). Profit distribution policy and fraudulent financial reporting. *Empirical Studies in*

- Financial Accounting*, 12(45), 97-114. [in Persian].
- Ferreira, M. A., Massa, M., & Matos, P. (2010). Dividend clienteles around the world: Evidence from institutional holdings. *Marshall School of Business Working Paper No. FBE*, 35-09.
- Foroghi, D., Saiedi, A., & Azhdar, M. (2009). The impact of institutional shareholders on profit sharing policies in companies listed in Tehran stock exchange. *Accounting and Auditing Research*, 1(2), 114-129. [in Persian].
- Gnanaweera, K., and N. Kunori. (2018). Corporate sustainability reporting: linkage of corporate disclosure information and performance indicators. *Cogent Business & Management*, 5 (1): 1423872.
- Graves, S. B., & Waddock, S. A. (1994). Institutional owners and corporate social performance. *Academy of Management journal*, 37(4), 1034-1046.
- Hardiningsih, P. (2020). The effect of sustainability information disclosure on financial and market performance: Empirical evidence from Indonesia and Malaysia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10 (2): 18-25.
- Harjoto, M. A., and H. Jo. (2011). Corporate governance and csr nexus. *Journal of Business Ethics*, 100 (1): 45-67.
- Khodamipour A, Houshmand Zaferanie R, Deldar M. (2013). Investigation into effective tax rate impact on dividend policy in firms listed in Tehran stock exchange. *J Tax Res*, 21 (17):31-55. [In Persian].
- Lamb, N. H., & Butler, F. C. (2018). The influence of family firms and institutional owners on corporate social responsibility performance. *Business & Society*, 57(7), 1374-1406.
- Majeed, S., Aziz, T., & Saleem, S. (2015). The effect of corporate governance elements on corporate social responsibility (CSR) disclosure: Empirical evidence from listed companies at KSE Pakistan. *International Journal of Financial Studies*, 3(4), 530-556.
- Maury, C. B., & Pajuste, A. (2002). Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland. *LTA*, 1(2), 15-45.
- Masud, M. A. K., Nurunnabi, M., & Bae, S. M. (2018). The effects of corporate governance on environmental sustainability reporting: Empirical evidence from South Asian countries. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 3(1), 1-26.
- Montiel, I. (2008). Corporate social responsibility and corporate sustainability: separate pasts, common futures. *Organization & Environment*, 21 (3): 245-269.
- Neubaum, D. O., & Zahra, S. A. (2006). Institutional ownership and

- corporate social performance: The moderating effects of investment horizon, activism, and coordination. *Journal of Management*, 32(1), 108-131.
- Ntim, C. G., & Soobaroyen, T. (2013). Corporate governance and performance in socially responsible corporations: New empirical insights from a Neo-Institutional framework. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 468-494.
- Nurleni, N., & Bandang, A. (2018). The effect of managerial and institutional ownership on corporate social responsibility disclosure. *International Journal of Law and Management*, 60(4), 979-987.
- Oh, H., & Park, S. (2021). Corporate sustainable management, dividend policy and Chaebol. *Sustainability*, 13(13), 7495.
- Rakotomavo, M. T. (2012). Corporate investment in social responsibility versus dividends? *Social Responsibility Journal*, 8 (2): 199-207.
- Rezaei Piteneoi, Y., & Gholamrezapoor, M. (2022). CEO power and labor productivity: an experimental test of tournament Theory. *Accounting and Auditing Review*, 29(1), 96-112. [in Persian].
- Saeed, A., & Zamir, F. (2021). How does CSR disclosure affect dividend payments in emerging markets? *Emerging Markets Review*, 46, 100747.
- Salehi, A. K., Mehdipour, A., & Baharipour, A. (2021). Effect stock liquidity and excess leverage: Emphasis on information asymmetry. *Journal of Capital Market Analysis*, 1(2), 60-84. [In Persian].
- Samet, M., and A. Jarboui. (2017). "Corporate social responsibility and payout decisions." *Managerial Finance*, 43 (9): 982-998.
- Santi, Desifa Kurnia, and Dewi Kusuma Wardani. (2018). Pengaruh tax planning, ukuran perusahaan, corporate social responsibility (CSR terhadap manajemen laba. *Jurnal Akuntansi*, 6(1):11-24.
- Satt, H., & Iatridis, G. (2022). The effect of annual reports tone complexity on firms' dividend policy: evidence from the United States. *Review of Behavioral Finance*.
- Seyed Nezhad Fahim, S. R., Balali, A., & Hasanzadeh, F. (2021). Investigating the effect of investor pressure on dividend policy. *Innovation Management and Operational Strategies*, 2(2), 167-179. [in Persian].
- Shaheen, R., & ULLAH, D. S. (2018). Effect of institutional and insider ownership on dividend policy: Evidence from Pakistan. *Journal of Business & Tourism*, 4(2), 155-166.
- Torshizi, A., & Bazzaz zadeh Torbati, H. R. (2018). The relationship

-
- between corporate governance and firm risk: a moderating role of social responsibility. *Financial Accounting Knowledge*, 5(3), 135-151. [In Persian].
- Truong, T., & Heaney, R. (2007). Largest shareholder and dividend policy around the world. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47(5), 667-687.
- Vares, H., Salavatizadeh, A., & Bannazadeh, M. J. (2022). Investigating the impact of corporate governance on the capital allocation efficiency. *Journal of Public Administration*, 14(4), 509-530. [In Persian].
- Villiers, C. D., and D. Ma. (2017). The association between corporate social responsibility and dividend payouts. *International Journal of Critical Accounting*, 9 (5-6): 460-480.
- Wen, Y., & Jia, J. (2010). Institutional ownership, managerial ownership and dividend policy in bank holding companies. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, 2(1), 8-21.
- Yilmaz, M. K., Aksoy, M., & Khan, A. (2022). Moderating role of corporate governance and ownership structure on the relationship of corporate sustainability performance and dividend policy. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-30. DOI: 10.1080/20430795.2022.2100311