

## بررسی نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود بر ارتباط بین راهبری شرکتی و جریان نقد آزاد

وحید بخردی نسب<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۲/۱۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۴/۱۹

### چکیده

هر مشکلی که در بازار به وجود آید، تنها مسئله اقتصادی نیست بلکه به مسئله‌ای اجتماعی مبدل می‌شود که در آن منافع عمومی جامعه به خطر خواهد افتاد. جهت حل و فصل مشکلات مذکور، یکی از مفاهیم بااهمیت مطرح شده در دو دهه اخیر، مفهوم راهبری شرکتی است. زیرا شرکت به سازوکاری نیاز دارد تا با بهترین تصمیم بخشی از جریان نقد آزاد را بین ذی‌نفعان تقسیم و بخشی را انباشت یا به بهترین نحو ممکن سرمایه‌گذاری نمایند. پس سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های مالی شرکت‌ها و ابزار تخصیص بهینه منابع، بازارهای اوراق بهادار به شمار می‌رود. به لحاظ ادبیات نظری بر اساس نظریه نرمال، سیاست تقسیم سود به‌عنوان میانجی، واسطه بین راهبری شرکتی و جریان نقد آزاد است. این مهم برای استفاده‌کنندگان نیاز به آزمایش تجربی دارد تا نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود مورد تأیید قرار گیرد. بر این اساس هدف از پژوهش حاضر آزمایش آزمون سوبل جهت بررسی نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود بر ارتباط بین راهبری شرکتی و جریان نقد آزاد است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بازه زمانی انجام پژوهش سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۹۰ است. حجم نمونه بر اساس روش حذف نظام‌مند بالغ بر ۹۴ شرکت است. روش اجرای پژوهش مبتنی بر داده‌های ترکیبی و مدل رگرسیون چندمتغیره با الگوی حداقل مربعات با استفاده از آزمون سوبل می‌باشد. شواهد حاکی از آن است که نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود بر ارتباط بین راهبری شرکتی و جریان نقد آزاد دارای تأثیر معناداری می‌باشد، بدین معنا که به دلیل معنادار بودن سیاست تقسیم سود و سازوکارهای راهبری شرکتی با جریان نقد آزاد نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم کل به دلیل جذب نشدن همه تفاسیر توسط سازوکارهای راهبری شرکتی دارای اثر جزئی بر جریان نقد آزاد می‌باشد.

**کلیدواژه‌ها:** سیاست تقسیم سود، راهبرد شرکتی، جریان نقد آزاد، متغیر میانجی، آزمون سوبل.

**طبقه‌بندی JEL:** M21, M41.

<sup>۱</sup> گروه حسابداری، واحد نجف آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف آباد، ایران . vahid.bekhradinab@shu.iaun.ac.ir

## مقدمه

ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت از جمله مهم‌ترین اهداف شرکت‌ها به شمار می‌رود و افزایش ثروت تنها در نتیجه عملکرد مطلوب حاصل خواهد شد. امروزه سرمایه‌گذاران بیشتر به سرمایه‌گذاری وجوه خود در شرکت‌های تولیدی علاقه‌مند می‌شوند. قبل از سرمایه‌گذاری در وجوه، آن‌ها معمولاً موارد مختلفی مانند عملکرد، سودآوری و همچنین جریان نقد آزاد شرکت را مشاهده می‌کنند. این به این دلیل است که آن‌ها می‌خواهند نتایج رضایت‌بخشی و همچنین سودهای بالایی کسب کنند (ویدیانتی و ویدیاساری<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). برای ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری تاکنون معیارهای مختلفی ارائه شده است که یکی از جدیدترین این معیارها، جریان‌های نقدی آزاد می‌باشد. این معیار اولین بار توسط (۱۹۸۶) مطرح شد. از نظر وی جریان نقدی آزاد واحد تجاری، باقی‌مانده جریان‌های نقدی پس از کسر وجوه لازم برای پروژه‌هایی است که خالص ارزش فعلی آن‌ها مثبت ارزیابی می‌شود. این پروژه‌ها، طرح‌های سرمایه‌گذاری بلندمدتی هستند که ارزش فعلی جریان‌های نقدی ورودی مورد انتظار بیش از ارزش فعلی جریان‌های نقدی خروجی است.

در توزیع سود سهام، معمولاً شرکت‌ها پس از سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت و سرمایه در گردش لازم برای پایداری تجارت خود، از جریان نقد آزاد موجود برای توزیع به سهامداران یا مالکان استفاده می‌کنند. جریان نقد آزاد مربوط به صدور یا پرداخت سود سهام مربوط به دو طرف یعنی مدیریت یا احزاب درون شرکت و سهامداران یا سرمایه‌گذاران است. این مربوط به نظریه نمایندگی است که رابطه بین مدیر اصلی (مالک) و نماینده (مدیریت) را توضیح می‌دهد که به آن رابطه نمایندگی گفته می‌شود (تریستیارینی و پراتیوی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). روابط نمایندگی هنگامی اتفاق می‌افتد که یک یا چند نفر (مدیر اصلی) شخص دیگری (نماینده) را برای ارائه خدمات استخدام کنند و سپس اختیار تصمیم‌گیری را به نماینده واگذار کنند. مدیریت تمایل دارد از این جریان نقد آزاد برای سرمایه‌گذاری جهت افزایش قدرت مالی شرکت استفاده کند، درحالی‌که سهامداران می‌خواهند این پول نقد به‌عنوان سود تقسیم شود (ویدیانتی و ویدیاساری، ۲۰۲۰).

گویزانی<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) معتقد است که موارد مختلفی بر جریان نقد آزاد تأثیرگذار است که به نظر می‌رسد ساختار هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره و اهرم مالی بر سیاست شرکت در مورد تقسیم سود تأثیر می‌گذارد. این اتفاق می‌افتد زیرا ساختار هیئت‌مدیره و وابستگی هیئت‌مدیره بر تصمیم تقسیم سود تأثیر می‌گذارد. اگر در یک دوره ساختار هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره باعث کاهش نرخ تقسیم سود سهام شود، بنابراین این امر باعث می‌شود جریان نقد آزاد در پایان دوره بالا باشد.

<sup>1</sup> Widyanti & Widyasari

<sup>2</sup> Jensen

<sup>3</sup> Tristiarini & pratiwi

<sup>4</sup> Guizani

به همین ترتیب، با استفاده از اهرم مالی، سیاست بدهی بالا در یک دوره باعث می‌شود سود سهام شرکت نگه‌داشته شود و به‌طور غیرمستقیم باعث می‌شود جریان نقد آزاد در پایان دوره نیز بالا باشد (دویانتی و رهادیان<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷).

طبق نظریه جنسن (۱۹۸۶) روش افشای اطلاعات می‌تواند به‌صورت بالقوه مشکلات همراه با جریان نقد آزاد را کاهش دهد. اگر مدیران به‌صورت داوطلبانه به افشای اطلاعات در مورد چگونگی تصمیم‌ها سرمایه‌گذاری و چگونگی مصرف منابع اقدام نمایند، سرمایه‌گذاران بهتر می‌توانند کارهای مدیریت را ارزیابی و نظارت کنند. سایر معیارهای اندازه‌گیری و ارزیابی عملکرد از قبیل سود، سود هر سهم و تقسیم سود شاخص‌های اندازه‌گیری کاملی نیستند در صورتی که جریان‌های نقدی آزاد به دلیل ارتباطی که با تغییرات ایجادشده در ثروت سهامداران دارد، معیار مناسب‌تری برای ارزیابی عملکرد شرکت می‌باشد. جریان‌های نقدی آزاد نشانه‌ای از توانایی شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها، پرداخت سود سهام، فروش و خرید مجدد سهام، تسهیل و تسریع رشد شرکت است که همه آن‌ها از نظر سرمایه‌گذاران مهم هستند. این موارد از جمله دلایلی است که سبب می‌شود بسیاری از سرمایه‌گذاران افزایش جریان‌های نقدی آزاد را به عنوان مقیاسی از ارزش بدانند. از نظر سهامداران واحد تجاری، جریان‌های نقد آزاد می‌تواند به‌عنوان معیاری به منظور ایجاد ارزش برای آنان تلقی شود؛ زیرا واحدهای تجاری که جریان‌های نقد آزاد مثبت بالایی داشته باشند، انتظار می‌رود که با سرمایه‌گذاری وجوه در طرح‌های سرمایه‌گذاری جدید بتوانند برای سهامداران خود ایجاد ارزش نمایند (مهام و همکاران، ۱۳۸۷).

حال به بررسی این موضوع که راهبری بر تقسیم سود تأثیر مثبت یا منفی دارد پرداخته می‌شود. راهبری شرکتی تأثیر قابل‌توجهی بر روش کنترل شرکت‌ها دارد. بدین ترتیب، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند و بازارهای بورس اوراق بهادار شکل گرفت. یکی از ابزارهای تخصیص بهینه منابع، بازارهای اوراق بهادار می‌باشد. لذا هر مشکلی که در بازار مذکور بوجود آید، تنها مسئله اقتصادی نیست بلکه به مسئله‌ای اجتماعی مبدل می‌شود که در آن منافع عمومی جامعه به خطر خواهد افتاد. برای حل و فصل مشکلات مذکور، یکی از مفاهیم بااهمیت مطرح‌شده در دو دهه اخیر، مفهوم راهبری شرکتی است. دو دیدگاه نظری عمده شامل تئوری نمایندگی و تئوری ذی‌نفعان در این مورد مطرح است. هر یک از آن‌ها به‌صورت متفاوت به موضوع راهبری شرکتی می‌نگرند. تئوری نمایندگی به مشکل کارگزار و کارگمار و تئوری ذی‌نفعان به مشکل کارگزار و ذی‌نفعان می‌نگرند (حساس‌یگانه و باغومیان، ۱۳۸۴). از این‌رو وجود سازوکار منسجم جهت جلوگیری از این پدیده شوم و همسو کردن منافع طیف‌های مختلف ذی‌نفعان و همچنین سمت‌وسو بخشیدن به اهداف سازمان توسط تمامی ذی‌نفعان، مقوله راهبری شرکتی مطرح شده است که می‌توان آن را مجموعه قوانین، فرآیندها، فرهنگ‌ها و روابطی دانست که بین سهامداران، مدیران و حساب‌برسان شرکت باید وجود داشته باشد تا متضمن رعایت همه‌جانبه حقوق سهامداران جزء، بازدارنده از سوءاستفاده‌های احتمالی و موجب دستیابی به اهداف پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق

<sup>1</sup> Dwiyanti & Rahadian

ذینفعان گردد. بعلاوه می‌توان گفت شرکت‌هایی که نظام راهبری شرکتی بهتری دارند، کمتر با مشکلات تضاد منافع و عواقب ناشی از آن روبرو می‌شوند. از این رو انجام پژوهش در این حوزه و بررسی تأثیر سازوکارهای مختلف راهبری شرکتی بر ابعاد مختلف عملکردی شرکت، می‌تواند در بالابردن درک سهامداران از این مقوله خطیر مؤثر واقع گشته و سمت و سوی تازه‌ای به دیدگاه‌های سهامداران (که این دیدگاه‌ها خود بر معیارهای تعیین مدیران و نحوه نظارت بر عملکرد آن‌ها تاثیرگذار خواهد بود) ببخشد (قدرتی و فیضی، ۱۳۹۴).

راهبری ضعیف شرکت نظیر رسوایی‌های انرون و ورلدکام و سقوط شگفت انگیز بازارهای سهام در آغاز قرن حاضر منجر به تجدید نظر در بحث منسوخ موضوع‌ها راهبری شرکت شده است. در این بحث که هدف وجودی شرکت چیست و منافع آن متعلق به چه کسی است. دیدگاه نئوکلاسیک‌ها بیان می‌کند که هدف واحد تجاری حداکثر کردن ارزش سهامدار است. منطق حاکمیت شرکتی عموماً دیدگاه جایگزینی را پیشنهاد می‌دهد. کانون توجه حاکمیت ایجاد ارزش افزوده برای تعداد زیادی از ذینفعان سازمانی است. این منعکس‌کننده حرکتی است که به موجب آن شرکت‌ها دارای مسئولیت اجتماعی بیشتری می‌شوند و بر مفهوم شهروند شرکتی تمرکز می‌کنند. تنش منطقی بین گفتمان سهامدار و ذینفع موضوع جدیدی نیست. این بحث بازتاب دو مفهوم متضاد حاکمیت است که از زمان نظام حاکمیتی مدرن شرکت در قرن نوزدهم شکل گرفته‌اند (لتزا و کیرکبراید<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). در نهایت تقسیم سود می‌تواند یک نقش واسطه‌ای داشته باشد و همزمان می‌تواند مشکل راهبری شرکتی را حل کند و مشکل جریان نقد را برطرف نماید. تقسیم سود شرکت‌ها همچنان برای پژوهش‌های مالی، پیچیده و معماگونه است و از دو جنبه بسیار مهم قابل بحث است (بنجامین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). از طرفی، عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت‌ها است. تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می‌شود. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران شرکت، خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو، مدیران باهدف حداکثر کردن ثروت سهامداران همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصتهای سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین، تصمیم‌ها تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است. شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی، موضوع پژوهش بسیاری از پژوهشگران بوده است. نتایج آنها بیانگر اهمیت سود تقسیمی در سرنوشت شرکت است. از طرف دیگر، فرضیه جریان نقدینگی آزاد نشان می‌دهد که مدیران تمایل به اجرای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش خالص فعلی منفی در جهت منافع جاه‌طلبانه خود را دارند. سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های مالی در اغلب شرکت‌ها به شمار می‌رود. مدیران شرکت‌ها باید تصمیم بگیرند چه مقدار از سود را به منزله سود تقسیمی بین سهامداران توزیع کنند و چه مقدار از آن را مجدداً در قالب سود انباشته در شرکت سرمایه‌گذاری کنند اما در مقابل برخی از مطالعات تئوریک و تجربی، تبیین‌های متفاوتی از معمای سیاست تقسیم سود ارائه نمودند. یکی از

<sup>1</sup> Letza & Kirkbride

<sup>2</sup> Benjamin

مکانیزم‌های کاهش این هزینه، کاهش جریان نقد آزاد در دسترس مدیران است که از طریق پرداخت سود تقسیمی حاصل می‌شود. با توجه به اهمیت توجه به سطح بهینه منابع نقدی شرکت و نیز افزایش توجه به راهبری شرکتی در بازار سرمایه ایران که دستورالعمل اجرایی آن از ابتدای سال ۱۳۹۸ لازم‌الاجرا شده است، انجام چنین پژوهشی در بازار سرمایه کشور که به‌طور خاص به تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر جریان نقد آزاد با نقش میانجی سیاست تقسیم سود بپردازد، صورت نگرفته است، می‌تواند موجب تقویت پژوهش‌های این حوزه گردد. لذا سؤال اساسی این پژوهش بین صورت است که آیا سیاست تقسیم سود بر ارتباط بین راهبری شرکتی و جریان نقد آزاد نقش واسطه‌ای دارد. در ادامه به بررسی مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها، پیشینه، روش‌شناسی، یافته‌ها و نتیجه‌گیری پرداخته شده است.

### مروری بر مبانی و توسعه فرضیه‌ها

طبق نظریه نمایندگی، رابطه بین تئوری نمایندگی و جریان نقد آزاد بیش از حد انگیزه مدیریتی را افزایش می‌دهد و انگیزه مدیران را برای پیگیری منافع خود فراهم می‌کند. این همان چیزی است که باعث می‌شود مدیران از تقسیم سود سهام یا سود شرکت با سهامداران منصرف شوند. جریان نقد آزاد، پول نقد یا صندوق شرکت است که می‌تواند به طلبکاران یا سهامداران توزیع شود که به‌عنوان سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت استفاده نمی‌شوند (دویانتی و رهادیان، ۲۰۱۷). سانی و موسی<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) معتقدند که جریان نقد آزاد می‌تواند توسط مدیران برای پرداخت سود سهام یا سود بدهی/وام به طلبکاران یا وام‌دهندگان مورد استفاده قرار گیرد و گاهی می‌تواند برای خرید سهام جدید، خرید سهام شرکت و همچنین سرمایه‌گذاری استفاده شود (گومانتی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳). سیاست تقسیم سود یک سیاست، فعالیت یا روشی که توسط مدیریت برای تصمیم‌گیری در مورد پرداخت سود سهام سال جاری اتخاذ می‌شود که در این خصوص مربوط به مبلغ پرداختی و نحوه تقسیم توزیع سهامداران است (امبارواتی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰). سیاست تقسیم سود سیاستی است که توسط مدیریت شرکت برای تصمیم‌گیری در مورد اینکه آیا شرکت بخشی از سود کسب‌شده در مدت زمان اجرا به سهامداران را پرداخت می‌کند یا مدیریت آن را به‌عنوان سود انباشته نگهداری کند. هیئت مدیره تعدادی از افراد هستند که در جلسات شرکت حضور دارند در حالی که هیئت‌مدیره می‌تواند استراتژی‌ها و سیاست‌هایی را که شرکت استفاده خواهد کرد تعیین کند (یارام<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵). همچنین اندازه هیئت‌مدیره بر روند عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد. می‌توان گفت که هیئت‌مدیره بخش مهمی از شرکت است، زیرا هیئت‌مدیره چه در داخل و چه در خارج نماینده شرکت است و هیئت‌مدیره سیاست‌هایی

<sup>1</sup> Sani & Musa

<sup>2</sup> Gumanti et al

<sup>3</sup> Ambarwati et al

<sup>4</sup> Yarram

را توسط شرکت تعیین می‌کند که مسئولیت کلیه فعالیت‌های شرکت را در دوره مربوطه بر عهده خواهد داشت (هاره‌اپ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳).

جهت آزمون اثر واسطه‌ای سیاست تقسیم سود بر ارتباط بین راهبری شرکتی و جریان نقد آزاد، تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره در چارچوب آزمون‌های سوبل و بارون و کنی<sup>۲</sup> (۱۹۸۶) مورد استفاده قرار گرفته است. بارون و کنی (۱۹۸۶) پیشنهاد نموده‌اند که اثر واسطه‌ای باید سه شرط زیر را داشته باشد.

**شرط اول:** متغیر یا متغیرهای مستقل بایستی بر متغیر واسطه‌ای اثر داشته باشد. بر این اساس فرضیه یک تحت عنوان تبیین تأثیر راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود مورد آزمون قرار گرفت. ارتباط بین سیاست تقسیم سود و سازوکارهای راهبری شرکتی در چارچوب تئوری نمایندگی قابل بحث است. اجرای راهبری شرکتی سازوکاری برای کاهش هزینه نمایندگی می‌باشد. سود تقسیمی هزینه نمایندگی را به وسیله توزیع جریان نقد آزاد، کاهش می‌دهد (چو و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶). در زمان وجود تضاد منافع، سازوکارهای راهبری شرکتی، عنصر کنترلی و مهم به شمار می‌رود. اگر سازوکارهای راهبری شرکتی به عنوان نمایندگان نظارتی عمل کنند و سود تقسیمی به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی پرداخت شود بر اساس نظریه نمایندگی باید رابطه جایگزینی بین سیاست تقسیم سود و سازوکارهای راهبری شرکتی وجود داشته باشد. این رابطه، وجود ارتباط منفی بین سازوکارهای راهبری شرکتی و سیاست تقسیم سود را ایجاب می‌کند. به علاوه بر اساس فرضیه پیام‌رسانی، مدیران با آگاهی و اطلاعات بیشتر نسبت به بازار، انتظارات خود را در مورد عایدات آینده شرکت با پرداخت سود به بازار مخابره می‌کنند. چنین استدلال می‌شود که سود تقسیمی و سازوکارهای راهبری شرکتی ممکن است به عنوان ابزارهای پیام‌رسانی جایگزین قلمداد شوند. حضور ارکان راهبری شرکتی ممکن است نیاز به استفاده از سود تقسیمی را به عنوان پیامی از عملکرد مناسب کاهش دهد؛ زیرا این ارکان می‌توانند به عنوان پیام معتبرتر عمل کنند. حضور ارکان راهبری شرکتی ممکن است به بازار مخابره کند که هزینه‌های نمایندگی به دلیل فعالیت‌های نظارتی این گروه از سهامداران کاهش یافته است (ستایش و کاظم نژاد، ۱۳۸۹). بر این اساس فرضیه اول به شرح زیر تبیین شد.

**فرضیه اول:** سازوکارهای راهبری شرکتی، سیاست تقسیم سود را کاهش می‌دهد.

فرضیه‌های فرعی مرتبط با این فرضیه به شرح زیر می‌باشد.

۱. اندازه هیئت‌مدیره باعث کاهش پرداخت سود سهام می‌شود.

۲. جدایی نقش هیئت‌مدیره از مدیرعامل باعث کاهش پرداخت سود سهام می‌شود.

۳. استقلال هیئت‌مدیره باعث کاهش پرداخت سود سهام می‌شود.

<sup>1</sup> Harahap

<sup>2</sup> Baron & Kenny

<sup>3</sup> Chu et al

۴. مالکیت مدیریتی باعث کاهش (افزایش) پرداخت سود سهام می‌شود.

**شرط دوم:** متغیر یا متغیرهای مستقل بایستی بر متغیرهای وابسته در یک رگرسیونی از متغیر مستقل بر متغیر وابسته تأثیر داشته باشد. بر این اساس فرضیه دوم تحت عنوان تبیین تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر سطوح جریان نقد آزاد مورد آزمون قرار گرفت. تضاد منافع بین مدیران و سهامداران بر سر مسئله توزیع سود سهام به‌خصوص زمانی که شرکت دارای جریان نقدی آزاد بااهمیتی است، شدت می‌گیرد. چنانچه جریان نقدی آزاد شرکت به‌صورت کارا سرمایه‌گذاری شود، ارکان راهبری شرکتی در شکل‌گیری مثبت سرمایه‌گذاری نقش بسزایی دارند؛ زیرا تئوری جریان وجوه نقد آزاد مازاد از سازوکارهای نظام راهبری انتظار دارد که یک ابزار مهم برای کاهش توانایی مدیر برای تخصیص نامناسب وجوه نقد مازاد باشد. جنسن (۱۹۸۶) اظهار کرده است مدیران شرکت زمانی که شرکت دارای جریان وجوه نقد آزاد است، به‌واسطه نظارت حضور سازوکارهای راهبری شرکتی، به‌احتمال زیادی وجوه نقد مازاد را در فعالیت‌های باارزش سرمایه‌گذاری کنند. دلیل اقدام مطلوب مدیران ممکن است تقسیم سود سهام بین سهامداران دوره پایان دوره مالی باشد. بر این اساس فرضیه دوم به شرح زیر تبیین شد.

**فرضیه دوم:** سازوکارهای راهبری شرکتی، سطوح جریان نقد آزاد را کاهش می‌دهد.

فرضیه‌های فرعی مرتبط با این فرضیه به شرح زیر می‌باشد.

۱. اندازه هیئت‌مدیره به کاهش سطح جریان نقدی آزاد کمک می‌کند.

۲. جدایی نقش هیئت‌مدیره از مدیرعامل به کاهش سطح جریان نقدی آزاد کمک می‌کند.

۳. استقلال هیئت‌مدیره به کاهش سطح جریان نقدی آزاد کمک می‌کند.

۴. مالکیت مدیریتی باعث کاهش (افزایش) سطح جریان نقدی آزاد می‌شود.

**شرط سوم:** متغیر واسطه‌ای بایستی بر متغیر وابسته در یک رگرسیونی از متغیرهای مستقل و متغیر واسطه‌ای بر متغیر وابسته تأثیر داشته باشد. بر این اساس فرضیه سوم تحت عنوان تبیین رابطه سازوکارهای راهبری شرکتی و سطوح جریان نقد آزاد از طریق نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود مورد آزمون قرار گرفت.

فرضیه جریان نقدی آزاد تئوری نمایندگی این موضوع را طرح می‌نماید که نگهداشت وجوه نقدی اضافی آزادی عمل مدیران را افزایش داده و این انگیزه را برای آنان فراهم می‌کند تا منافع خود را دنبال کنند. در مقابل سازوکارهای راهبری شرکتی و سود تقسیمی نقدی به‌عنوان ابزاری برای کاستن از انگیزه فوق‌مطرح می‌شوند. بر این اساس فرضیه سوم به شرح زیر می‌باشد.

**فرضیه سوم:** سازوکارهای راهبری شرکتی منجر به کاهش سطوح جریان نقد آزاد از طریق تقسیم سود می‌شود.

فرضیه‌های فرعی مرتبط با این فرضیه به شرح زیر می‌باشد.

۱. اندازه هیئت‌مدیره در کاهش سطح جریان نقدی آزاد از طریق پرداخت سود سهام نقش واسطه‌ای دارد.

۲. جدایی نقش هیئت‌مدیره از مدیرعامل در کاهش سطح جریان نقدی آزاد از طریق پرداخت سود سهام نقش واسطه‌ای دارد.

۳. استقلال هیئت‌مدیره در کاهش سطح جریان نقدی آزاد از طریق پرداخت سود سهام نقش واسطه‌ای دارد.

۴. مالکیت مدیریتی در کاهش (افزایش) سطح جریان نقدی از طریق پرداخت سود سهام نقش واسطه‌ای دارد.

### پیشینه پژوهش

مشعشعی و جعفری‌زوج (۱۳۹۹) در پژوهشی به تحلیل اثر میانجی سیاست تقسیم سود بر ارتباط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی درونی و جریان نقدی آزاد پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۷ است. برای این منظور ۱۶۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شدند. به‌منظور آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است و تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار SPSS و Eviews صورت گرفته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اندازه هیئت‌مدیره دارای تأثیر مثبت بر جریان نقدی آزاد است اما استقلال هیئت‌مدیره و مالکیت مدیریتی بر جریان نقدی آزاد اثر معنادار ندارد. همچنین اثر میانجی سیاست تقسیم سود بر رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی درونی (اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره و مالکیت مدیریتی) و سیاست تقسیم سود تأیید نشد.

فیل سرایی و زارعی ۱۳۹۷ در پژوهشی به رابطه درون‌زائی مالکیت و خطی مشی تقسیم سود: بهره‌گیری از همسان‌سازی داده‌ها بر اساس تکنیک مچینگ پرداختند. در این پژوهش، برای مالکیت متمرکز از رایج‌ترین آن (مالکیت نهادی و شرکتی) استفاده گردیده است. بدین منظور از داده‌های ۲۰۸۰ سال- شرکت در فاصله زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۴ استفاده شده است. در این پژوهش یکبار متغیر مالکیت به‌صورت برون‌زا و یک‌مرتبه به‌صورت درون‌زا، اثر آن روی سیاست تقسیم سود تخمین زده شد. جهت این کار به‌منظور تحلیل آماری، نتایج به دو روش استفاده از داده‌های پانل معمولی و داده‌های همسان‌سازی شده به روش PSM و توسط نرم‌افزار R مورد برازش قرار داده شده و تحلیل گردیدند. در هر دو روش ابتدا مدل رگرسیون لجستیک ساده و مدل پانل لجستیک برازش داده شده و با استفاده از معیار اکائیک مورد مقایسه قرار گرفتند. ملاحظه گردید در هر دو روش، متغیرهای سرمایه‌گذاران نهادی متمرکز و سرمایه‌گذاران شرکتی متمرکز به ترتیب دارای رابطه معنادار مثبت و منفی بر سیاست تقسیم سود می‌باشند؛ اما نتایج حاصل از پیاده‌سازی تکنیک همسان‌سازی، بعلاوه اینکه شرایط آزمایش تصادفی را مهیا می‌سازد، معنی‌داری بسیار بالاتری نسبت به رگرسیون معمولی داشته و نقش بسزایی در بهبود رگرسیون برازش داده‌شده دارد. در ارتباط با متغیرهای کنترلی مورد مطالعه نیز مشاهدات نشان می‌دهد که تنها متغیرهای سود خالص و اندازه شرکت دارای اثر معناداری بر سیاست تقسیم سود نمی‌باشند و سایر متغیرهای کنترلی اثر معناداری بر خطی مشی تقسیم سود می‌گذارند.



قربانی‌نسب و خان‌محمدی (۱۳۹۷) در پژوهشی به تبیین تأثیر مازاد جریان نقد آزاد، حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت بر توانایی پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ می‌باشد. این پژوهش با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک (غربالگری) و تصادفی استفاده شده است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی موردبررسی قرار گرفته است و نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مازاد جریان نقد آزاد به‌طور مثبت بر توانایی پیش‌بینی جریان نقد آتی تأثیر دارد. همچنین ابعاد حاکمیت شرکتی (نسبت مدیران مستقل، تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره، تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی) بر رابطه بین مازاد جریان نقد آزاد و پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی تأثیری ندارد و اندازه شرکت بر رابطه بین مازاد جریان نقد آزاد و پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی تأثیری ندارد.

مهربان‌پور و میری‌جیمه (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان تأثیر شاخص راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه و ریسک شرکت‌ها پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. این پژوهش با استفاده از نمونه‌ای شامل ۲۳۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک (غربالگری) و تصادفی استفاده شده است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی موردبررسی قرار گرفته است و نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین هزینه سرمایه شرکت با شاخص راهبری شرکتی وجود دارد که نشان می‌دهد وجود راهبری شرکتی مؤثر و قوی، موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و تضمین گزارشگری دقیق و صحیح توسط مدیریت، شفافیت بیش‌تر و جلب اعتماد ذینفعان و متعاقباً کاهش هزینه سرمایه خواهد شد. همچنین نتیجه پژوهش نشان می‌دهد که بین ریسک سیستماتیک پیش‌بینی‌شده شرکت با شاخص راهبری شرکتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این نتیجه مؤید این است که شرکت‌ها با سازوکارهای راهبری سهامدار-محور، ریسک سیستماتیک بیشتری را تحمل می‌کنند که نشان می‌دهد راهبری شرکتی خوب، احتمال دارد به‌جای ممانعت برافزودن ریسک، آن را تشویق کند و منجر به ریسک‌پذیری بالا شود.

آقائی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر جریان نقد آزاد و فرصت‌های رشد بر کیفیت افشا و هم‌زمانی بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. این پژوهش با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۱۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک (غربالگری) و تصادفی استفاده شده است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی موردبررسی قرار گرفته است و نتایج پژوهش نشان می‌دهد که جریان نقدی آزاد و فرصت‌های رشد، به‌ترتیب، تأثیر منفی و مثبت (معنادار) بر کیفیت افشا و تأثیر مثبت و منفی (معنادار) بر هم‌زمانی بازده سهام دارند. نتیجتاً، در شرکت‌های با جریان نقدی آزاد بالا و فرصت‌های رشد کم، کیفیت

افشا پایین‌تر و هم‌زمانی بالاتر است و یافته‌های مطالعات پیشین تأیید می‌شود. به عبارت دیگر، می‌توان نتیجه گرفت که مشکل جریان نقدی آزاد جنسن بر هم‌زمانی بازده سهام می‌افزاید.

ویدیانتی و ویدياساری (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی عوامل مؤثر بر جریان نقد آزاد با سیاست تقسیم سود به عنوان یک متغیر واسطه پرداخته است. هدف از این پژوهش به دست آوردن شواهد تجربی در مورد تأثیر ساختار هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و اهرم مالی بر جریان نقدی آزاد با سیاست تقسیم سود به عنوان یک متغیر واسطه در بین شرکت‌های تولیدی طی دوره ۲۰۱۶-۲۰۱۸ بود. این مطالعه از ۲۹ شرکت تولیدی که با استفاده از روش نمونه‌گیری هدفمند انتخاب شده‌اند استفاده کرده است. روش آماری مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل تحلیل مسیر بود. نتایج این پژوهش نشان داد که ساختار هیئت مدیره تأثیر مثبت و معنی‌داری بر جریان نقد آزاد دارد ولی استقلال هیئت مدیره و اهرم مالی تأثیر معنی‌داری بر جریان نقد آزاد ندارد، سیاست تقسیم سود تأثیر منفی و معنی‌داری بر جریان نقد آزاد دارد و سیاست سود سهام می‌تواند واسطه اثر ساختار هیئت مدیره در جریان نقد آزاد باشد. در همین حال، سیاست تقسیم سود قادر به تأثیرگذاری در استقلال هیئت مدیره و اهرم مالی بر جریان نقد آزاد نبود.

گویزانی (۲۰۱۸) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر واسطه‌ای پرداخت سود بر رابطه بین حکمرانی داخلی و جریان نقد آزاد پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های عضو شورای همکاری خلیج فارس طی سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۶ می‌باشد. این پژوهش با استفاده از نمونه‌ای شامل ۲۰۷ شرکت غیرمالی و از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک (غربالگری) و تصادفی استفاده شده است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی مورد بررسی قرار گرفته است و نتایج پژوهش نشان می‌دهد که پرداخت سود تقسیمی را به عنوان یک متغیر احتمال متغیر بین سازوکارهای حاکمیت داخلی و جریان نقد آزاد. علاوه بر این، آن مسئله مدیریت کارآمد مبالغ قابل توجهی را در شرکت‌ها مطرح می‌کند.

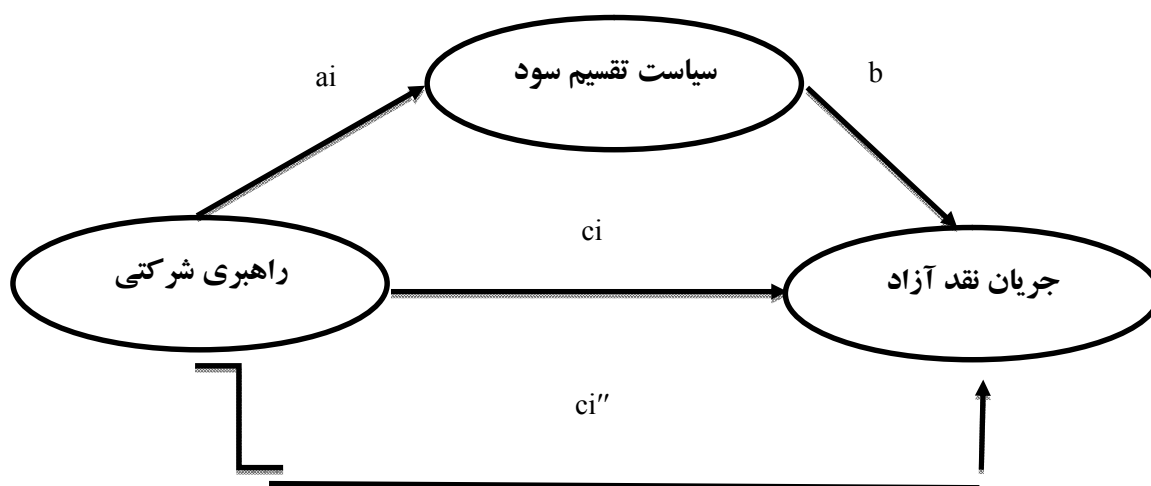
گان و پارک (۲۰۱۷) به بررسی رابطه بین قابلیت‌های مدیران و ارزش‌نهایی وجه نقد با در نظر گرفتن نقش محدودیت در تأمین مالی و جریان‌های نقد آزاد پرداختند. جامعه آماری این پژوهش و متغیرهای مالی و بازده ماهانه سهام و پایگاه داده‌های طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۳ می‌باشد. این پژوهش با استفاده از نمونه‌ای شامل ۲۷۷۹۹ سال-شرکت و از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک (غربالگری) و تصادفی استفاده شده است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی مورد بررسی قرار گرفته است و نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین قابلیت‌های مدیران و ارزش‌نهایی وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، رابطه بین قابلیت‌های مدیران و ارزش‌نهایی وجه نقد برای شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی و جریان‌های نقد آزاد بیشتر، قوی‌تر است.

<sup>1</sup> Gan & Park

میرزا و ازفا (۲۰۱۷) پژوهشی تحت عنوان ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی به‌عنوان عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت در پاکستان پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پاکستان طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۵ می‌باشد. این پژوهش با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۰۰ شرکت پاکستان و از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک (غربالگری) و تصادفی استفاده شده است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی مورد بررسی قرار گرفته است و نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌ها باید تصمیم بگیرند چه مقدار از سود را به‌منزله سود تقسیمی بین سهامداران توزیع کنند و چه مقدار از آن را مجدداً در قالب سود انباشته در شرکت سرمایه‌گذاری کنند. اگرچه تئوری نامربوطی سود تقسیمی بیان می‌کند که سیاست تقسیم سود؛ ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد و سرمایه‌گذاران نسبت به دریافت سود تقسیمی نقدی در حال حاضر و عواید آتی حاصل از افزایش سرمایه بی‌تفاوت هستند.

### نظریه نرمال و آزمون سو بل

متغیر میانجی به عنوان رابط بین متغیر مستقل و متغیر وابسته قرار می‌گیرد و به صورت جداگانه میزان رابطه متغیرهای مستقل و وابسته را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در پژوهش‌های تجربی میانجی متغیر مستقل از طریق متغیر میانجی بر متغیر وابسته تأثیر می‌گذارد. مدل میانجی پژوهش حاضر به پیروی از پژوهش گویزانی (۲۰۱۸) در تصویر (۱) نمایش داده شده است.



تصویر (۱): متغیر میانجی سیاست تقسیم سود منبع: گویزانی (۲۰۱۸)

نقش میانجی متغیر سیاست تقسیم سود از طریق ضریب اثر غیرمستقیم  $Ci$  پریم اندازه‌گیری می‌شود. هر چند می‌توان از راه بررسی معناداری ضرایب  $a$  و  $b$  به آزمون فرضیه میانجی پرداخت، اما این روش توان آماری پایینی دارد. روش مناسب‌تر

<sup>1</sup> Mirza & Azfa

این است که به صورت مستقیم معناداری ضریب  $ab$  آزمون شود. یکی از پرکاربردترین روش‌ها برای این منظور آزمون سوبل<sup>۱</sup> است. آزمون سوبل رویکرد حاصل ضرب ضرایب، روش دل‌تا یا رویکرد نظریه نرمال هم نامیده شده است. آزمون سوبل برای انجام استنباط در مورد ضریب اثر غیرمستقیم  $ab$ ، بر همان نظریه استنباط مورد استفاده برای اثر مستقیم مبتنی است. اثر غیرمستقیم  $ab$  یک برآورد خاص نمونه از اثر غیرمستقیم در جامعه است که در معرض واریانس نمونه‌گیری قرار دارد. با داشتن برآوردی از خطای استاندارد  $ab$  و با فرض نرمال بودن داده‌ها و توزیع نمونه‌گیری  $ab$  می‌توان یک سطح معناداری برای  $ab$  به دست آورد. بطور کلی در آزمون سوبل می‌توان از تخمین نرمال برای بررسی معنی‌داری رابطه استفاده کرد. با داشتن برآورد خطای استاندارد اثر غیرمستقیم می‌توان فرضیه صفر را در مقابل فرض مخالف آزمون کرد. آماره  $Z$  برابر با نسبت  $ab$  به خطای استاندارد آن است؛ به عبارت دیگر مقدار  $Z$ -Value را از رابطه (۱) محاسبه می‌شود.

رابطه (۱)

$$Z - \text{Value} = \frac{a * b}{\sqrt{(b^2 * s_a^2) + (a^2 * s_b^2) + (s_a^2 * s_b^2)}}$$

در این رابطه :

$a$  : ضریب مسیر میان متغیر مستقل و میانجی

$b$  : ضریب مسیر میان متغیر میانجی و وابسته

$S_a$  : خطای استاندارد مسیر متغیر مستقل و میانجی

$S_b$  : خطای استاندارد مسیر متغیر میانجی و وابسته

### فرضیه‌ها و الگوی پژوهش

در روش بارون و کنی (۱۹۸۶) نخست معناداری بین متغیر راهبردی شرکتی (متغیر مستقل) و سیاست تقسیم سود (متغیر واسطه‌ای) بررسی می‌شود. بر این اساس فرضیه اول به شرح زیر طرح‌ریزی شد.

فرضیه اول: سازوکارهای راهبردی شرکتی، سیاست تقسیم سود را کاهش می‌دهد.

مدل آزمون فرضیه اول پژوهش به پیروی از پژوهش گویزانی (۲۰۱۸) به شرح مدل (۱) می‌باشد.

<sup>1</sup> Sobel

مدل (۱)

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 DUAL_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 MAN_{it} + \beta_5 GTH_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

سپس بدون حضور متغیر واسطه‌ای رابطه راهبری شرکتی (متغیر مستقل) و جریان نقد آزاد (متغیر وابسته) صورت می‌گیرد. بر این اساس فرضیه دوم به شرح زیر طرح‌ریزی شد.

فرضیه دوم: سازوکارهای راهبری شرکتی، سطوح جریان نقد آزاد را کاهش می‌دهد.

مدل آزمون فرضیه دوم پژوهش به پیروی از پژوهش گویزانی (۲۰۱۸) به شرح مدل (۲) می‌باشد.

مدل (۲)

$$FCF_{it} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 DUAL_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 MAN_{it} + \beta_5 GTH_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

اگر ضریب رگرسیونی این مرحله معنادار باشد به مرحله بعد رفته و میانجی‌گری آزمایش می‌شود. در این مرحله، متغیر واسطه‌ای به مدل اضافه می‌شود و بررسی فرضیه سوم آغاز می‌گردد. بر این اساس فرضیه سوم به شرح زیر طرح‌ریزی شد.

فرضیه سوم: سازوکارهای راهبری شرکتی منجر به کاهش سطوح جریان نقد آزاد از طریق تقسیم سود می‌شود.

جهت بررسی فرضیه سوم تبیین نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود بر رابطه راهبری شرکتی و جریان نقد آزاد به پیروی از پژوهش گویزانی (۲۰۱۸) به شرح مدل (۳) می‌باشد.

مدل (۳)

$$FCF_{it} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 DUAL_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 MAN_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 GTH_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

اگر راهبری شرکتی با وجود متغیر میانجی دارای رابطه معناداری با جریان نقد آزاد باشد، می‌توان گفت رابطه میانجی جزئی وجود دارد؛ اما اگر با حضور سیاست تقسیم سود در مدل، تاثیر راهبری شرکتی بر جریان نقد آزاد معنادار نبود این بدان معنا می‌باشد که سیاست تقسیم سود تمام تاثیر راهبری شرکتی بر جریان نقد آزاد را جذب کرده و اصطلاحاً سیاست تقسیم سود رابطه راهبری شرکتی بر جریان نقد آزاد را به طور کامل میانجی‌گری می‌کند.

در این روابط:

DIV: سیاست تقسیم سود

FCF: جریان نقد آزاد

BS: اندازه هیئت مدیره

DUAL: دوگانگی نقش هیئت مدیره

IND: استقلال هیئت مدیره

MAN: مالکیت مدیریتی

GTH: رشد شرکت

SIZE: اندازه شرکت

LEV: اهرم مالی

$\varepsilon$ : خطای مدل

در ادامه نحوه سنجش متغیرها به ترتیب قرار گرفتن در مدل اصلی پژوهش (مدل ۳) بیان شده است.

### متغیر وابسته

**جریان نقد آزاد (FCF):** متغیر وابسته پژوهش حاضر سطوح جریان نقد آزاد است که جریان نقد آزاد پس از کسر وجوه پرداختی بابت مالیات، هزینه بهره، سود سهامداران عادی از سود عملیاتی قبل از هزینه استهلاک محاسبه شده است. جهت همگن‌سازی این متغیر از جمع دارایی‌های ابتدای دوره استفاده شده است.

### متغیرهای مستقل

در پژوهش حاضر سازوکارهای راهبری شرکتی به عنوان متغیر مستقل پژوهش بکار رفته است. گویزانی (۲۰۱۸) سازوکارهای راهبری شرکتی را مشتمل بر اندازه هیئت مدیره، دوگانگی نقش هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و مالکیت مدیریتی می‌داند که نحوه سنجش هر کدام در ادامه بیان شده است.

**اندازه هیئت مدیره (BS):** اندازه هیئت مدیره با استفاده از تعداد اعضای هیئت مدیره سنجیده شده است.

**دوگانگی نقش هیئت مدیره (DUAL):** این متغیر یک متغیر مجازی است. در صورتی که رئیس هیئت مدیره هم‌زمان دو پست ریاست و عضویت در ترکیب هیئت مدیره را داشته باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد.

**استقلال هیئت مدیره (IND):** استقلال هیئت مدیره با استفاده از نسبت تعداد مدیران غیرموظف به تعداد کل اعضای هیئت سنجیده شده است.

**مالکیت مدیریتی (MAN):** مالکیت مدیریتی با استفاده از درصد سهام مدیران در سهام شرکت سنجیده شده است.

### متغیر واسطه‌ای

**سیاست تقسیم سود (DIV):** سیاست تقسیم سود متغیر واسطه‌ای یا میانجی در رابطه سازوکارهای راهبری شرکتی و جریان نقد آزاد است که از طریق میزان سود تقسیمی هر سهم شرکت تقسیم بر جمع دارایی‌های ابتدای دوره به ازای هر سهم به دست می‌آید.

### متغیرهای کنترلی

**رشد شرکت (GTH):** رشد شرکت عبارت است از اختلاف بین فروش سال جاری و فروش سال گذشته بر فروش سال گذشته که نشان‌دهنده نوسانات فروش می‌باشد.

**اندازه شرکت (SIZE):** اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

**اهرم مالی (LEV):** جهت اندازه‌گیری اهرم مالی از تقسیم بدهی‌ها به دارایی‌ها استفاده می‌شود.

### جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بازه زمانی انجام پژوهش سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۷ است. جهت تعیین حجم نمونه از روش حذف نظام‌مند استفاده شد. ویژگی‌های نمونه آماری مورد مطالعه به شرح زیر است.

۱. قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس پذیرفته‌شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۷ در بورس فعال باشند.
  ۲. به منظور قابل‌مقایسه بودن اطلاعات، شرکت‌ها در طی دوره مورد مطالعه تغییر دوره مالی نداده باشند و پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفند باشد.
  ۳. به منظور همگن بودن اطلاعات، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری‌های مالی شامل بیمه و بانک نباشند.
  ۴. اطلاعات مالی آن‌ها در دوره پژوهش در دسترس باشد.
- از جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انتخاب شده که از روش نمونه‌گیری حذف تصادفی تعداد ۹۴ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۷ انتخاب شده است.

### توصیف یافته‌ها

آمار توصیفی داده‌های پژوهش به شرح جدول (۱) است.

جدول (۱): آمار توصیفی

| متغیرها                | میانگین | میانه | بیشینه | کمینه | انحراف معیار |
|------------------------|---------|-------|--------|-------|--------------|
| جریان نقد آزاد         | ۰/۱۵    | ۰/۱۳  | ۰/۹۶   | -۰/۹۶ | ۰/۲۵         |
| سیاست تقسیم سود        | ۰/۶۹    | ۰/۶۳  | ۱/۹۲   | ۰     | ۰/۳۹         |
| دوگانگی نقش هیئت مدیره | ۰/۱۷    | ۰/۱۶  | ۱      | ۰     | ۰/۱۴         |
| اندازه هیئت مدیره      | ۵/۰۳    | ۵/۰۲  | ۷      | ۴     | ۰/۲۷         |
| استقلال هیئت مدیره     | ۰/۶۳    | ۰/۶۱  | ۰/۸۴   | ۰/۲۵  | ۰/۱۵         |
| مالکیت مدیریتی         | ۰/۱۶    | ۰/۱۴  | ۰/۷۶   | ۰     | ۰/۱۲         |
| اندازه شرکت            | ۱۳/۷۴   | ۱۳/۵۲ | ۱۹/۰۷  | ۹/۹۳  | ۱/۵۴         |
| رشد فروش               | ۰/۱۴    | ۰/۱۳  | ۰/۷۴   | -۰/۳۷ | ۰/۲۳         |
| اهرم مالی              | ۰/۶۵    | ۰/۶۳  | ۰/۹۴   | ۰/۰۷  | ۰/۱۷         |

منبع: یافته‌های پژوهش‌گر

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر دوگانگی نقش هیئت مدیره برابر با ۰.۱۷۳۶ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. همچنین پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان

پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرهای پژوهش اندازه شرکت دارای بیشترین و مالکیت مدیریتی کمترین میزان پراکندگی را دارا می‌باشند.

### آمار استنباطی

جهت تجزیه و تحلیل داده‌های هر یک از مدل‌ها نیاز است قبل از برازش آن‌ها، فروض کلاسیک مدل آزمون شود. یکی از فروض کلاسیک آمار همسانی واریانس باقی مانده‌ها است که از فرضیه‌های اساسی هر رابطه محسوب می‌شود. دیگر فروض اصلی کلاسیک خود همبستگی می‌باشد. همچنین لازم است آزمون‌های آماری لازم برای تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد تا مشخص گردد که داده‌ها به صورت تابلویی یا تلفیقی است و در صورتی که نوع داده‌ها تابلویی تشخیص داده شود، باید نوع اثرات آن مشخص گردد. جهت بررسی فرض ناهمسانی واریانس، از آزمون والد تعدیل شده، خود همبستگی از آزمون ولدریج، انتخاب نوع داده‌ها، آزمون  $F$  لیمر و اثرات داده‌ها آزمون هاسمن استفاده شده است. آزمون والد تعدیل شده و ولدریج از طریق نرم افزار استاتا انجام شده است و دیگر آزمون از طریق نرم افزار ایویوز انجام شده است. نتیجه فروش کلاسیک برای هر مدل، ذیل برازش مدل ارائه شده است. نتایج مندرج در جدول (۲) تا (۴) نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون والد تعدیل شده برای مدل (۱)، (۲) و (۳) از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است که نشان از ناهمسانی واریانس دارد. در نتیجه جهت رفع ناهمسانی واریانس روش تخمین این مدل‌ها به صورت رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته می‌باشد. همچنین سطح معناداری آزمون ولدریج برای مدل (۱)، (۲) و (۳) از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است که نشان از وجود خودهمبستگی دارد. در نتیجه جهت رفع آن از وقفه مرتبه زمانی مرتبه اول استفاده شده است. در ارتباط با نوع تخمین داده‌ها، نتایج آزمون  $F$  لیمر برای مدل (۱)، (۲) و (۳) از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است که فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها رد شده و داده‌ها به صورت تابلویی برازش شد. پس با توجه به آزمون  $F$  لیمر، لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. نتیجه آزمون هاسمن برای مدل (۱)، (۲) و (۳) از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است؛ بنابراین مدل‌ها بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برازش می‌شوند. در ادامه با در نظر گرفتن نتایج پیش آزمون‌های آماری به تخمین مدل‌های پژوهش پرداخته شده است.

### نتیجه فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که سازوکارهای راهبری شرکتی، سیاست تقسیم سود را کاهش می‌دهد یا خیر. جهت بررسی فرضیه اول مدل (۱) برازش شد که نتایج در جدول (۲) ارائه شده است. سطح معناداری  $F$  فیشر برازش مدل (۱) که نشان از توان توضیح دهندگی مدل است، کمتر از ۰/۰۱ که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹٪



مدل معنادار و دارای اعتبار است. همچنین ملاحظه مقدار آماره دورین واتسون  $1/96$  نیز مؤید این مطلب است که بین اجزاء اخلاص خودهمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله  $1/5$  و  $2/5$  قرار دارد.

جدول (۲): نتایج آزمون فرضیه اول

| متغیر                  | ضریب برآوردی | خطای استاندارد | آماره t | احتمال |
|------------------------|--------------|----------------|---------|--------|
| ضریب ثابت              | -۰/۰۵        | ۰/۰۴           | -۲/۴    | ۰/۰۴۶۰ |
| استقلال هیئت مدیره     | -۰/۸         | ۰/۰۵           | -۱۶/۸   | ۰/۰۰۰  |
| اندازه هیئت مدیره      | -۱/۲         | ۰/۰۶           | -۱۹/۵   | ۰/۰۰۰۰ |
| مالکیت مدیریتی         | -۱/۰۴        | ۰/۰۸           | -۱۲/۴   | ۰/۰۰۰۰ |
| دوگانگی نقش هیئت مدیره | -۱/۱         | ۰/۰۵           | -۲۰/۹   | ۰/۰۰۰۰ |
| اندازه شرکت            | ۰/۱          | ۰/۰۱           | ۹/۴     | ۰/۰۰۰۰ |
| رشد فروش               | ۰/۰۴         | ۰/۰۰۴          | ۱۰/۰۲   | ۰/۰۰۰۰ |
| اهرم مالی              | -۰/۰۰۶       | ۰/۰۴           | -۰/۱۴   | ۰/۸۸۸۵ |
| آماره F                | -            | -              | ۳۲/۵    | ۰/۰۰۰۰ |
| ضریب تعیین             | ۰/۶          | -              | -       | -      |
| دورین واتسون           | -            | -              | ۱/۹۶    | -      |
| ناهمسانی واریانس       | -            | -              | ۳/۲     | ۰/۰۰۰۰ |
| خودهمبستگی             | -            | -              | ۵/۶۵    | ۰/۰۰۰۰ |
| F لیمر                 | -            | -              | ۲/۹     | ۰/۰۰۰۰ |
| هاسن                   | -            | -              | ۲۲/۳    | ۰/۰۰۰۱ |

منبع: یافته‌های پژوهش‌گر

فرضیه اول پژوهش به بررسی تاثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود پرداخته است. مطابق با جدول (۲) سطح معناداری سازوکارهای راهبری شرکتی از قبیل استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، مالکیت مدیریتی و جدائی نقش هیئت مدیره برابر با  $0/0000$  است. همچنین ضریب استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، مالکیت مدیریتی و جدائی نقش هیئت مدیره به ترتیب برابر با  $0/8$ ،  $-1/2$  و  $-1/1$  است. بر این اساس شرط اول بارون و همکاران (۱۹۸۶) مبنی بر اینکه متغیر یا متغیرهای مستقل بایستی بر متغیر واسطه‌ای اثر داشته باشد، مورد تایید قرار گرفته و سازوکارهای راهبری شرکتی، سیاست تقسیم سود را کاهش می‌دهد.

### نتیجه فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که سازوکارهای راهبری شرکتی، سطوح جریان نقد آزاد را کاهش می‌دهد یا خیر. جهت بررسی فرضیه دوم مدل (۲) برازش شد که نتایج در جدول (۳) ارائه شده است. سطح

معناداری F فیشر برازش مدل (۲) که نشان از توان توضیح دهندگی مدل است، کمتر از ۰/۰۱ که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹٪ مدل معنادار و دارای اعتبار است. همچنین ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون ۲/۱۱ نیز مؤید این مطلب است که بین اجزاء اخلاص خودهمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد.

جدول (۳): نتایج آزمون فرضیه دوم

| متغیر                  | ضریب برآوردی | خطای استاندارد | آماره t | احتمال |
|------------------------|--------------|----------------|---------|--------|
| ضریب ثابت              | -۰/۰۵        | ۰/۰۰۴          | -۱۱/۷   | ۰/۰۰۰۰ |
| استقلال هیئت مدیره     | -۱/۰۶        | ۰/۰۶           | -۱۷/۴   | ۰/۰۰۰۰ |
| اندازه هیئت مدیره      | -۲/۹         | ۰/۳            | -۶/۵    | ۰/۰۰۰۰ |
| مالکیت مدیریتی         | -۰/۶         | ۰/۶            | -۵/۹    | ۰/۰۰۰۰ |
| دوگانگی نقش هیئت مدیره | -۱/۶         | ۰/۱            | -۲/۸    | ۰/۰۱۷۴ |
| اندازه شرکت            | ۰/۱          | ۰/۰۱           | ۹/۸     | ۰/۰۰۰۰ |
| رشد فروش               | ۰/۰۴         | ۰/۰۰۳          | ۱۲/۳    | ۰/۰۰۰۰ |
| اهرم مالی              | -۰/۰۰۰۷      | ۰/۰۰۲          | -۰/۳    | ۰/۷۳۹۶ |
| آماره F                | -            | -              | ۲۶/۰۹   | ۰/۰۰۰۰ |
| ضریب تعیین             | ۰/۵          | -              | -       | -      |
| دوربین واتسون          | -            | -              | ۲/۱۴    | -      |
| ناهمسانی واریانس       | -            | -              | ۲۹۸/۳   | ۰/۰۰۰۰ |
| خودهمبستگی             | -            | -              | ۲۹۸/۳۵  | ۰/۰۰۰۰ |
| F لیمر                 | -            | -              | ۳/۳     | ۰/۰۰۰۰ |
| هاسن                   | -            | -              | ۲۲/۵    | ۰/۰۰۰۱ |

منبع: یافته‌های پژوهش‌گر

فرضیه دوم پژوهش به بررسی تاثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر سطوح جریان نقد آزاد پرداخته است. مطابق با جدول (۳) سطح معناداری سازوکارهای راهبری شرکتی از قبیل استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، مالکیت مدیریتی و جدائی نقش هیئت مدیره برابر با ۰/۰۰۰۰ است. همچنین ضریب استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، مالکیت مدیریتی و جدائی نقش هیئت مدیره به ترتیب برابر با ۱/۰۶، ۲/۹، ۰/۰۶ و -۱/۸ است. بر این اساس شرط دوم بارون و همکاران (۱۹۸۶) مبنی بر اینکه متغیر یا متغیرهای مستقل بایستی بر متغیرهای وابسته در یک رگرسیون از متغیر مستقل بر متغیر وابسته تاثیر داشته باشد، مورد تایید قرار گرفته و سازوکارهای راهبری شرکتی، سطوح جریان نقد آزاد را کاهش می‌دهد.

### نتیجه فرضیه سوم

در فرضیه سوم، پس از گردآوری داده‌ها، جهت بررسی روابط متغیرها و آزمون فرضیه، ابتدا در هر مرحله بر اساس مدل رگرسیونی مبتنی بر داده‌های سری زمانی و داده‌های مقطعی (روش حداقل مربعات تعمیم یافته) که منجر به داده‌هایی با

ویژگی سری زمانی-مقطعی می‌شود، آزمون‌های بازم انجام شده و در مرحله نهایی باری آزمون فرضیه با استفاده از ضرایب تخمینی مدل، از طریق سوبل، معناداری نقش میانجی مورد بررسی قرار گرفته است. به منظور انجام محاسبات و آماده نمودن داده‌ها از نرم افزار اکسل و برای آزمون مدل‌های رگرسیونی از نرم افزار ایویوز و برای آزمون معناداری نقش میانجی در مدل مفهومی پژوهش از محاسبات آنلاین ۱ آزمون سوبل (۱۹۸۲) استفاده شده است.

این روش نخستین بار در پژوهش بارون و کنی (۱۹۸۶) ارائه شد و به سرعت به متداول‌ترین روش آزمون میانجی در حوزه علوم انسانی تبدیل شد. چارچوب بارون و کنی (۱۹۸۶) در حال حاضر از رایج‌ترین چارچوب‌های ادبیات متغیرهای میانجی است. آزمون سوبل به صورت مستقیم قابل محاسبه نیست و برای به دست آوردن آن پس از محاسبه بارهای عاملی یا ضرایب رگرسیونی از سایت آنلاین استفاده شده است.

جدول (۴): تاییدیه آزمون سوبل برای استقلال هیئت مدیره

## CALCULATION FOR THE SOBEL TEST

An interactive calculation tool for mediation tests

Curriculum vitae  
Selected publications  
Supplemental material for publications  
Online utilities  
Mediation & moderation material  
PSY-GS 8882: Multilevel Modeling  
Vanderbilt Psychological

To conduct the Sobel test

Details can be found in Baron and Kenny (1986), Sobel (1982), Goodman (1960), and MacKinnon, Warsi, and Dwyer (1995). Insert the  $a$ ,  $b$ ,  $s_a$ , and  $s_b$  into the cells below and this program will calculate the critical ratio as a test of whether the indirect effect of the IV on the DV via the mediator is significantly different from zero.

| Input:         | Test statistic:          | Std. Error: | p-value:   |
|----------------|--------------------------|-------------|------------|
| $a$ -0.847490  | Sobel test: 3.2569931    | 1.20856259  | 0.00112599 |
| $b$ -4.644633  | Aroian test: 3.25148656  | 1.21060935  | 0.00114803 |
| $s_a$ 0.050292 | Goodman test: 3.26252771 | 1.20651236  | 0.00110423 |
| $s_b$ 1.399160 | Reset all                | Calculate   |            |

منبع: یافته‌های پژوهش‌گر

جدول (۵): تاییدیه آزمون سوبل برای اندازه هیئت مدیره

## CALCULATION FOR THE SOBEL TEST

An interactive calculation tool for mediation tests

Curriculum vitae  
Selected publications  
Supplemental material for publications  
Online utilities  
Mediation & moderation material  
PSY-GS 8882: Multilevel Modeling

To conduct the Sobel test

Details can be found in Baron and Kenny (1986), Sobel (1982), Goodman (1960), and MacKinnon, Warsi, and Dwyer (1995). Insert the  $a$ ,  $b$ ,  $s_a$ , and  $s_b$  into the cells below and this program will calculate the critical ratio as a test of whether the indirect effect of the IV on the DV via the mediator is significantly different from zero.

| Input:         | Test statistic:          | Std. Error: | p-value:   |
|----------------|--------------------------|-------------|------------|
| $a$ -1.281941  | Sobel test: 3.27267703   | 1.81935016  | 0.00106534 |
| $b$ -4.644633  | Aroian test: 3.26851786  | 1.82166527  | 0.00108112 |
| $s_a$ 0.065619 | Goodman test: 3.27685211 | 1.8170321   | 0.00104971 |
| $s_b$ 1.399160 | Reset all                | Calculate   |            |

منبع: یافته‌های پژوهش‌گر

<sup>1</sup> www.quantpsy.org/sobel/sobel.htm

جدول (۶): تاییدیه آزمون سوبل برای مالکیت مدیریتی

## CALCULATION FOR THE SOBEL TEST

An interactive calculation tool for mediation tests

Curriculum vitae  
Selected publications  
Supplemental material for publications  
Online utilities  
Mediation & moderation material  
PSY-GS 8882: Multilevel Modeling  
Vanderbilt Psychological

TO CONDUCT THE SOBEL TEST

Details can be found in Baron and Kenny (1986), Sobel (1982), Goodman (1960), and MacKinnon, Warsi, and Dwyer (1995). Insert the  $a$ ,  $b$ ,  $s_a$ , and  $s_b$  into the cells below and this program will calculate the critical ratio as a test of whether the indirect effect of the IV on the DV via the mediator is significantly different from zero.

| Input:         | Test statistic:          | Std. Error: | p-value:   |
|----------------|--------------------------|-------------|------------|
| $a$ -1.048829  | Sobel test: 3.20735858   | 1.51882793  | 0.0013396  |
| $b$ -4.644633  | Aroian test: 3.19772841  | 1.52340198  | 0.00138515 |
| $s_a$ 0.084310 | Goodman test: 3.21707628 | 1.51424006  | 0.00129504 |
| $s_b$ 1.399160 | Reset all                | Calculate   |            |

منبع: یافته‌های پژوهش‌گر

جدول (۷): تاییدیه آزمون سوبل برای دوگانگی نقش هیئت

## CALCULATION FOR THE SOBEL TEST

An interactive calculation tool for mediation tests

Curriculum vitae  
Selected publications  
Supplemental material for publications  
Online utilities  
Mediation & moderation material  
PSY-GS 8882: Multilevel Modeling  
Vanderbilt Psychological

TO CONDUCT THE SOBEL TEST

Details can be found in Baron and Kenny (1986), Sobel (1982), Goodman (1960), and MacKinnon, Warsi, and Dwyer (1995). Insert the  $a$ ,  $b$ ,  $s_a$ , and  $s_b$  into the cells below and this program will calculate the critical ratio as a test of whether the indirect effect of the IV on the DV via the mediator is significantly different from zero.

| Input:         | Test statistic:          | Std. Error: | p-value:   |
|----------------|--------------------------|-------------|------------|
| $a$ -1.178736  | Sobel test: 3.27864857   | 1.66983317  | 0.00104305 |
| $b$ -4.644633  | Aroian test: 3.27500807  | 1.67168935  | 0.00105659 |
| $s_a$ 0.056288 | Goodman test: 3.28230124 | 1.66797491  | 0.00102964 |
| $s_b$ 1.399160 | Reset all                | Calculate   |            |

نتایج آزمون سوبل (۱۹۸۲) نشان می‌دهد که اثر غیر مستقیم استقلال هیئت مدیره (۳/۲۵۷)، اندازه هیئت مدیره (۳/۲۷۶)، مالکیت مدیریتی (۳/۲۰۷) و جدائی نقش هیئت مدیره (۳/۲۷۸) از طریق سیاست تقسیم سود بر جریان نقد آزاد در سطح خطای ۱٪ معنادار است و از آنجایی که حاصل ضریب ضرایب می‌باشد این اثر جزئی متغیر میانجی محسوب می‌شود. در ادامه پس تاییدیه متغیرهای مستقل بر ارتباط بین متغیر میانجی و متغیر وابسته به برازش مدل آزمون فرضیه سوم در جدول (۸) پرداخته شده است. سطح معناداری  $F$  فیشر برازش مدل (۳) که نشان از توان توضیح دهندگی مدل است، کمتر از ۰/۰۱ که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹٪ مدل معنادار و دارای اعتبار است. همچنین ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون ۱/۷۱ نیز مؤید این مطلب است که بین اجزاء اخلاص خودمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد.

جدول (۸): نتایج آزمون سوم

| متغیر                  | ضریب برآوردی | خطای استاندارد | آماره t | احتمال |
|------------------------|--------------|----------------|---------|--------|
| ضریب ثابت              | -۰/۳         | ۰/۱            | -۸/۳    | ۰/۰۰۰۰ |
| استقلال هیئت مدیره     | -۱/۷         | ۰/۱            | -۱۶/۲   | ۰/۰۰۰۰ |
| اندازه هیئت مدیره      | -۴/۹         | ۰/۸            | -۳/۶    | ۰/۰۰۰۵ |
| مالکیت مدیریتی         | -۰/۱         | ۰/۱            | -۲/۸    | ۰/۰۱۷۴ |
| دوگانگی نقش هیئت مدیره | -۰/۰۲        | ۰/۸            | -۲/۴    | ۰/۰۳۰۳ |
| سیاست تقسیم سود        | -۳/۴         | ۱/۰۶           | -۳/۸    | ۰/۰۰۱۰ |
| اندازه شرکت            | -۰/۵         | ۰/۰۴           | -۱۳/۹   | ۰/۰۰۰۰ |
| رشد فروش               | -۰/۰۰۹       | ۰/۰۰۳          | -۳/۲    | ۰/۰۰۱۵ |
| اهرم مالی              | ۰/۰۰۰۲       | ۰/۰۰۰۱         | ۱/۹     | ۰/۰۵۵۴ |
| آماره F                | -            | -              | ۳۱/۸    | ۰/۰۰۰۰ |
| ضریب تعیین             | ۰/۶          | -              | -       | -      |
| دوربین واتسون          | -            | -              | ۱/۷     | -      |
| ناهمسانی واریانس       | -            | -              | ۲/۷۱    | ۰/۰۰۰۰ |
| خودهمبستگی             | -            | -              | ۲/۷۳    | ۰/۰۰۰۰ |
| F لیمر                 | -            | -              | ۳/۱     | ۰/۰۰۰۰ |
| هاسمن                  | -            | -              | ۳۸/۲    | ۰/۰۰۰۰ |

منبع: یافته‌های پژوهش‌گر

نتایج جدول (۸) نشان دهنده رابطه منفی و معنادار بین سیاست تقسیم سود و جریان نقد آزاد می باشد و همچنین استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، مالکیت مدیریتی و جدائی نقش هیئت مدیره نیز دارای رابطه منفی و معناداری با جریان نقد آزاد می باشد. در حالی که این دو متغیر در فرضیه دوم اصلی بدون دخالت متغیر میانجی سیاست تقسیم سود دارای رابطه منفی و معناداری با یکدیگر می باشد. این یافته با روش‌های پیشنهادی بارون و کنی (۱۹۸۶) مطابقت دارد.

### بحث و نتیجه گیری

سیاست تقسیم سود یکی از مهم ترین تصمیم های مالی در اغلب شرکت ها به شمار می رود. مدیران شرکت ها باید تصمیم بگیرند چه مقدار از سود را به منزله سود تقسیمی بین سهامداران توزیع کنند و چه مقدار از آن را مجدداً در قالب سود انباشته در شرکت سرمایه گذاری کنند؛ اما در مقابل برخی از مطالعات تئوریک و تجربی، تبیین های متفاوتی از معمای سیاست تقسیم سود ارائه نمودند. جنسن و مک لینگ (۱۹۸۶) با شرح هزینه نمایندگی که به علت نابرابری اطلاعات بین مدیریت و سهامداران ایجاد می شود، یکی از سازوکارهای کاهش این هزینه را کاهش جریان نقد آزاد در دسترس مدیران عنوان کردند که از طریق پرداخت سود تقسیمی حاصل می شود. نظارت دقیق شرکت به وسیله بازارهای سرمایه به کم کردن

رفتار فرصت‌طلبانه مدیران و در نهایت هزینه نمایندگی کمک می‌کند. بنابراین، سود تقسیمی به کاهش نابرابری اطلاعاتی و تضاد نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران کمک کرده و اگر سیستم حاکمیت شرکتی خوب عمل کند، مشکلات اطلاعاتی و نظارتی کمتری وجود خواهد داشت. در واقع شرکت‌هایی که حقوق سهامداران در آن رعایت نمی‌شود، دچار مدیریت‌های فرصت‌طلب می‌شوند. زیرا مدیران دارای قدرت گسترده‌ای بوده و با نظارت بسیار کمی از طرف صاحبان سهام مواجه می‌شوند. در این صورت، مدیران سعی می‌کنند که پول نقد را به جای توزیع بین سهامداران درون شرکت نگهدارند. بنابراین، پرداخت سود کمتر، نتیجه حاکمیت ضعیف‌تر است؛ اما اگر سهامداران قدرت کافی داشته باشند، می‌توانند بر سود تقسیمی اثر بگذارند. بر این اساس هدف پژوهش حاضر بررسی نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود بر ارتباط بین راهبری شرکتی و جریان نقد آزاد با استفاده از آزمون سوبل است.

در پژوهش حاضر به متغیر سیاست تقسیم سود به عنوان متغیر میانجی و واسطه‌ای نگریسته شد و در نتیجه جهت بررسی این نقش از آزمون سوبل استفاده شد. نتایج نشان داد که استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، مالکیت مدیریتی و جدائی نقش هیئت مدیره از طریق سیاست تقسیم سود بر جریان نقد آزاد تاثیر معنادار دارد. نتایج نشان‌دهنده رابطه منفی و معنادار بین سیاست تقسیم سود و جریان نقد آزاد می‌باشد. همچنین استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، مالکیت مدیریتی و جدائی نقش هیئت مدیره نیز دارای رابطه منفی و معناداری با جریان نقد آزاد می‌باشد. در حالی که این دو متغیر در فرضیه دوم اصلی بدون دخالت متغیر میانجی سیاست تقسیم سود دارای رابطه منفی و معناداری با یکدیگر می‌باشد. این یافته با روش‌های پیشنهادی بارون و کنی (۱۹۸۶) مطابقت دارد. همچنین نتایج آزمون سوبل (۱۹۸۲) نیز نشان می‌دهد که اثر غیر مستقیم استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، مالکیت مدیریتی و جدائی نقش هیئت مدیره از طریق سیاست تقسیم سود بر جریان نقد آزاد معنادار است و از آنجایی که حاصل ضریب ضرایب می‌باشد این اثر جزئی متغیر میانجی محسوب می‌شود.

نتایج پژوهش نشان داد که سازوکارهای نظارتی راهبری شرکتی، از عوامل مهم اثرگذار بر جریان وجوه نقد آزاد شرکت‌ها است. ساختار راهبری شرکتی توزیع حقوق و مسئولیت‌ها بین فعالان مختلف سازمان مثل هیئت مدیره، مدیران، سهامداران و دیگر ذینفعان را مشخص می‌کند و شرکت‌هایی که بدهی‌های بالایی دارند برای حفظ اعتباردهندگان به جای توزیع وجوه نقد بین سهامداران، باید وجوه نقد بیشتری را در شرکت نگه دارند. از نتایج پژوهش می‌توان به این استدلال رسید که رابطه معکوس بین راهبری شرکتی و جریان نقد آزاد نشان می‌دهد، رابطه میانجی‌گری سیاست تقسیم سود که در رابطه راهبری شرکتی و جریان نقد آزاد وارد می‌شود، یک رابطه جزئی را نشان می‌دهد و این موضوع می‌تواند نشان‌دهنده این موضوع باشد که راهبری شرکتی تمام ارتباط با جریان نقد آزاد را نمی‌تواند تفسیر کند. لذا به سهامداران پیشنهاد می‌شود که برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها علاوه بر شاخص‌های راهبری شرکتی باید شاخص‌های دیگری را نیز مورد بررسی قرار دهند. همچنین به اعضای هیئت مدیره نیز پیشنهاد می‌شود که به میزان جریان نقد آزاد در شرکت‌ها توجه کنند که این افزایش

جریان نقد آزاد می‌تواند بر جذب سهامداران تاثیر بسزایی داشته باشد. پس می‌توان پیشنهاد داد برای این مورد نظارت‌های خاصی از جمله حسابرسان داخلی که علاوه بر گزارش به مدیریت به اعضای هیئت مدیره نیز گزارش دهند. باید به این نکته نیز توجه کرد که افزایش جریان نقد آزاد می‌تواند رابطه معکوسی با شاخص‌های راهبری شرکتی داشته باشد. پس توجه به شاخص‌های راهبری شرکتی می‌تواند یکی از راهکارهای کاهش جریان نقد آزاد در شرکت باشد. نتایج پژوهش حاضر با پژوهش گویزانی (۲۰۱۸) مطابقت دارد.

بعضی از محدودیت‌های پژوهش ذاتی است و برخی از آن‌ها ناشی از شرایط محیطی انجام پژوهش می‌باشد. محدودیت‌های اعمال شده برای انتخاب نمونه آماری از بین اعضای جامعه آماری، تعمیم نتایج پژوهش به آن گروه از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای ویژگی‌های متفاوتی با نمونه مورد نظر می‌باشند را دشوار می‌سازد. همچنین در تعمیم نتایج پژوهش به شرکت‌های پذیرفته نشده در بورس اوراق بهادار تهران بایستی جانب احتیاط صورت گیرد. همچنین عدم وجود یک روش یکسان برای محاسبه شاخص راهبری شرکتی در پژوهش‌های مختلف باعث شده، در هر پژوهشی که در رابطه با راهبری شرکتی صورت گرفته است که این امر سبب می‌شود که در محاسبه شاخص راهبری شرکتی در پژوهش‌های گوناگون تفاوت ایجاد شود که احتمالاً منجر به ایجاد نتایج متفاوتی می‌گردد. متغیرهای کلان اقتصادی مثل نرخ بهره، نرخ تورم، رشد تولید ناخالص ملی، سیاست‌های پولی و مالی، بی‌ثباتی اقتصادی و غیره بر سرمایه‌گذاری‌ها، معاملات بورس و نقدینگی شرکت‌ها تأثیر دارد، تعمیم نتایج بایستی با احتیاط انجام بگیرند.

به پژوهش‌گران آتی پیشنهاد می‌شود که به بررسی تاثیر تنوع جنسیتی اعضای هیئت مدیره بر جریان نقد آزاد با رابطه میانجی‌گری سیاست تقسیم سود، بررسی تاثیر کیفیت حسابرسان بر جریان نقد آزاد با رابطه میانجی‌گری سیاست تقسیم سود و یا بررسی تاثیر حق الزحمه حسابرسان بر جریان نقد آزاد با رابطه میانجی‌گری سیاست تقسیم سود پردازند.

## منابع

- آقایی، محمدعلی؛ سیرغانی، سعید؛ عرفی زاده، صالح. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر جریان وجه نقد آزاد و فرصت‌های رشد بر کیفیت افشا و همزمانی بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۷(۳)، ۱۲۱-۱۴۰.
- حساس یگانه، یحیی و باغومیان، رافیک. (۱۳۸۴). حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی، فصلنامه حسابداری رسمی دی ماه، شماره ویژه.
- ستایش، محمد حسین؛ کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، ۱(۱)، ۲۹-۵۱.
- فیل سرایی، مهدی؛ زارعی، علیرضا. (۱۳۹۷). رابطه درون‌زائی مالکیت و خطی مشی تقسیم سود: بهره‌گیری از همسان سازی داده‌ها بر اساس تکنیک مچینگ (PSM). پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۳۸)، ۱۱۵-۱۴۱.
- قربانی‌نسب، فاطمه؛ خان‌محمدی، محمد حامد. (۱۳۹۷). تبیین تأثیر مازاد جریان نقد آزاد، حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت بر توانایی پیش بینی جریان های نقد آتی. دانش سرمایه‌گذاری، ۷(۲۵)، ۱۸۹-۲۰۲.
- قدرتی، حسن، فیضی، سعید. (۱۳۹۴). تأثیر حاکمیت شرکتی بر میزان مدیریت سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، ۵۸(۲)، ۲۰۵-۲۳۳.
- مهربان پور، محمدرضا؛ میری چیمه، فرزانه سادات. (۱۳۹۷). تأثیر شاخص راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه و ریسک شرکت‌ها. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۷(۳)، ۲۲۷-۲۴۵.
- مهام، کیهان؛ علی اصغر فرج زاده و جواد حسینی، (۱۳۸۷). جریان نقدی آزاد، دانش و پژوهش حسابداری، سال چهارم، شماره سیزدهم.
- مشعشعی، سید محمد و جعفری ازوج، مرضیه. (۱۳۹۹). تحلیل اثر میانجی سیاست تقسیم سود بر ارتباط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی درونی و جریان نقدی آزاد. فصلنامه حسابداری مالی، دوره: ۱۲ (۴۵)، ۱۲-۴۵.

Baron, R.M., and D.A. Kenny. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology* 51(6): 1173.

Benjamin, S., (2016), The relationship between the level of disclosure and the policy of dividing profits in the United States," *Bell Journal of Economics* 10(1), 259-270.

Chu, E. Y., Lai, T., & Song, S. I. (2015). Financial Constraints and Corporate Governance in Family Controlled Firms in Malaysia. Available at SSRN 2584301.

Dwiyanti, I., & Rahadian, D. (2017). The Effects Of Free Cash Flow, Life Cycle, And Leverage On Dividend Policy Of Technology, Media, And Telecommunication Companies Listed In The Indonesia Stock Exchange. *International Journal Of Economics, Commerce and Management*. Vol. V, Issue 4.

Gan, H., & Park, M. S. (2017). CEO managerial ability and the marginal value of cash. *Advances in accounting*, 38, 126-135.



- Guizani, M. (2018). The mediating effect of dividend payout on the relationship between internal governance and free cash flow. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 18(4), 748-770
- Gumanti, Tatang Ary Gumanti.: *Kebijakan Dividen*, (2013). Teori, Empiris dan Implikasi. Edition 1th. UUP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Harahap, Sofyan Syafri. (2013). *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. Edition 11th. Rajawali Pers, Jakarta.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Letza, S. and Kirkbride, J. (2008). "Corporate governance theorising: limits, critics and alternatives". *International Journal of Law and Management* Vol. 50 No. 1(pp. 17-32) Available at: [www.emeraldinsight.com](http://www.emeraldinsight.com).
- Mirza, H. H., & Azfa, T. (2017). Ownership structure and cash flows as determinants of corporate dividend policy in Pakistan. *International Business Research*, 3(3), 210-221.
- Tristiarini and pratiwi. (2017). *Leverage Capability in Controlling Free Cash Flow to Improve Financial Performance*. *Advances in economics, business and management research (AEBMR)*. Vol 46.
- Widyanti, N. Widyasari, W. (2020). Factors Affecting Free-Cash-Flow (FCF) with Dividend Policy as a Mediating Variable. *Advances in Economics, Business and Management Research*, volume 145.
- Yarram SR, B, Dollery. (2015). Corporate governance and financial policies: Influence of board characteristics on the dividend policy of Australian firms. *Managerial Finance Journal*. Vol 41(3).
- Sani, A. A., & Musa, A. M. (2017). Corporate Board Attributes and Dividend Payout Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria. *International Journal of Research in IT, Management and Engineering*, 7(1), 7-13.
- Ambarwati, S. D. A. (2010). *Manajemen Keuangan Lanjut*. Yogyakarta: Graha Ilmu.

## Investigating the Mediating Role of Dividend Policy on the Relationship Between Corporate Governance and Free Cash Flow

Vahid bekhradinasab

### Abstract

Any problem that arises in the market is not only an economic issue but also a social issue in which the public interest of society will be jeopardized. To solve these problems, one of the most important concepts in the last two decades is the concept of corporate governance. Because the company needs a mechanism to best distribute part of the free cash flow among stakeholders and accumulate part or invest in the best possible way. Therefore, dividend policy is one of the most important financial decisions of companies and the means of optimal allocation of resources is the securities markets. According to the theoretical literature based on normal theory, profit sharing policy as a mediator is a mediator between corporate governance and free cash flow. This requires empirical testing for users to confirm the mediating role of dividend policy. Accordingly, the purpose of the present study is to test the Sobel test to examine the mediating role of dividend policy on the relationship between corporate governance and free cash flow. The statistical population of this study includes all companies listed in Tehran Stock Exchange. The timeframe for doing the research is from 2011 to 2018. The sample size is 94 companies based on the systematic elimination method. The research method is based on hybrid data and multivariate least squares regression model using Sobel test. Evidence suggests that the mediating role of dividend policy has a significant effect on the relationship between corporate governance and free cash flow, meaning that because of the importance of dividend policy and corporate governance mechanisms with free cash flow, intermediary role The total dividend policy has a minor effect on free cash flow because not all interpretations are absorbed by corporate governance mechanisms.

**Keywords:** dividend policy, corporate strategy, free cash flow, mediator variable, sobel test.  
JEL Classification: M21, M41.