

تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود

علی روحی\*  
م هارلویی\*\*\*  
مهدی ساریخانی\*\*  
فهیمه ابراهیمی\*\*\*  
محمد منفرد

تاریخ دریافت: 1390/07/03 تاریخ پذیرش: 1390/09/11

## چکیده

تصمیمات مرتبط با تقسیم سود، به عنوان یکی از سیاست های راهبردی در اداره شرکتها، تحت تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی قرار دارد. از این رو، هدف این پژوهش بررسی تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی نظیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه مورد بررسی شامل 106 شرکت طی سالهای 1383 الی 1387 می باشد. نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون داده های ترکیبی بیانگر این است که متغیر تمرکز مالکیت دارای ارتباط معنادار منفی با نسبت تقسیم سود است. همچنین، درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره دارای ارتباط معنادار مثبت با نسبت تقسیم سود می باشد. علاوه بر آن، بین درصد مالکیت نهادی، درصد مالکیت مدیریتی، درصد مالکیت خانوادگی، استقلال هیأت مدیره و نسبت تقسیم سود نیز ارتباط معناداری یافت نشد.

**واژه های کلیدی:** سیاست تقسیم سود، تئوری نمایندگی، ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی، ساختار مالکیت، ترکیب هیأت مدیره.

## 1- مقدمه

در ادبیات مالی، از الگوهای نظری گوناگونی برای توضیح و تبیین خط مشی تقسیم سود استفاده شده است. الگوی پیام رسانی که یکی از الگوهای مطرح در مباحث مالی است، بیانگر این است که مدیران نسبت به سایر افراد برون سازمانی دارای اطلاعات بیشتری در مورد جریان های وجه نقد آتی شرکت ها بوده و دارای انگیزه لازم برای مخابره این اطلاعات به سایر افراد و استفاده کنندگان اطلاعات مالی شرکت ها می باشند. با توجه به این مفهوم، تغییرات غیر منتظره در خط مشی تقسیم سود، به عنوان ابزاری در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان استفاده می شود (گوگلر<sup>1</sup>، 2003: 733).

مقوله تقسیم سود، از منظر تئوری نمایندگی نیز قابل بحث است.

\* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات  
a\_rohy@yahoo.com  
\*\* مربی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد صفاشهر.  
\*\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد صفاشهر.  
\*\*\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شیراز.

در مدل نمایندگی از خط مشی تقسیم سود به عنوان ابزاری برای هم‌جهت ساختن منافع مدیران و سهامداران استفاده می‌شود، چرا که با پرداخت سود نقدی به سهامداران، از یک سو جریان های نقدی آزاد و امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیر بهینه کاهش می‌یابد (جنسن<sup>2</sup>، 1986: 324) و از سوی دیگر مدیران را در معرض نظارت مستمر به وسیله بازار سرمایه قرار می‌دهد (ایستربروک<sup>3</sup>، 1984: 652). از این‌رو، خط مشی تقسیم سود به عنوان یکی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی در جهت کاهش تعارضات نمایندگی قابل استفاده است. حال سوالی که در این رابطه مطرح می‌شود این است که آیا تقسیم سود نقدی، تحت تاثیر سایر ساز و کارها و ابزارهای کنترل و اداره شرکت‌ها قرار می‌گیرد یا خیر؟ با توجه به مطالب ذکر شده، پژوهش حاضر به بررسی تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر نسبت تقسیم سود نقدی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بدین منظور، نخست به بررسی پیشینه پژوهش پرداخته؛ سپس فرضیه‌ها و روش پژوهش مورد بحث قرار می‌گیرد. در پایان به تجزیه و تحلیل یافته‌ها و ارائه نتایج پرداخته می‌شود.

## 2- پیشینه پژوهش

فرانسیس<sup>4</sup> و همکاران (2011) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین نظام راهبری شرکتی و خط مشی تقسیم سود در شرکت های امریکایی طی سال‌های 1981 الی 1993 پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که اثر قانون حمایت از سهامداران اقلیت بر تقسیم سود در شرکت‌های کوچک و با ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی ضعیف مشهودتر است آدجاود<sup>5</sup> و بن‌عمار<sup>6</sup> (2010) با استفاده از نمونه ای شامل 117 مشاهده مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تورنتو طی سال‌های 2002 الی 2005 به بررسی ارتباط بین کیفیت نظام راهبری شرکتی و خط مشی تقسیم سود پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی قوی تر سود بیشتری را پرداخت می‌کنند. همچنین آن‌ها دریافتند که از میان چهار جز شاخص نظام راهبری شرکتی، ترکیب هیأت مدیره و خط مشی حقوق سهامدار دارای ارتباط مثبت با تقسیم سود است. النجار<sup>7</sup> و حسینی<sup>8</sup> (2009) به بررسی ارتباط بین نسبت سود تقسیمی و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره پرداختند. نمونه مورد بررسی شامل 400 شرکت انگلیسی طی سال‌های 1991 الی 2002 بود. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها نشان دهنده این بود که درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره دارای ارتباط معنادار منفی با نسبت تقسیم سود است. همچنین، نتایج بیانگر این بود که ساختار دارایی ها، ریسک تجاری، اندازه شرکت، سودآوری و مالکیت شرکتی، بر نسبت تقسیم

2. Jensen

3. Easterbrook

4. Francis

5. Adjaoud

6. Ben-Amar

7. Al-Najjar

8. Hussainey

سود موثر هستند.

عبدالسلام<sup>9</sup> و همکاران (2008) تاثیر ترکیب هیأت‌مدیره و ساختار مالکیت بر خط مشی تقسیم سود را، در نمونه‌ای متشکل از 50 شرکت برتر مصری طی سال‌های 2003 الی 2005، بررسی کردند. نتایج این مطالعه، بیانگر این است که بین مالکیت نهادی و تصمیم به تقسیم سود و نسبت تقسیم سود ارتباط معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌های با بازده حقوق صاحبان سهام بالاتر سود بیشتری را بین سهامداران تقسیم می‌کنند. در این مطالعه بین ترکیب هیأت‌مدیره و تصمیم به تقسیم سود و نسبت تقسیم سود هیچ ارتباط معناداری مشاهده نشد.

ژانگ<sup>10</sup> (2008) به بررسی خط مشی تقسیم سود در شرکت های چینی پذیرفته‌شده در بورس هنگ‌کنگ و مینلند پرداخت. نتایج این تحقیق بیانگر این است که با افزایش در مالکیت مدیریتی تمایل به پرداخت سود نقدی کاهش می‌یابد و این رابطه در شرکت های پذیرفته‌شده در بورس مینلند قوی‌تر است. همچنین در بورس مینلند، تمرکز مالکیت باعث تضعیف ارتباط بین مالکیت مدیریتی و سود تقسیمی می‌شود. افزون بر این، نتایج این تحقیق حاکی از آن است که سهامداران عمده و کنترل‌کننده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس هنگ‌کنگ، در مقایسه با بورس مینلند تاثیر کمتری بر خط مشی تقسیم سود شرکت دارند.

کوالسکی<sup>11</sup> و همکاران (2008) با استفاده از نمونه ای شامل 110 شرکت لهستانی طی سال‌های 1998 الی 2004 به این نتیجه رسیدند که ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی یکی از شاخصهای موثر و مهم در سیاست‌های تقسیم سود است.

کلمن<sup>12</sup> (2007) به بررسی تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم پرداخت. نمونه مورد استفاده شامل 103 شرکت از کشورهای غنا، نیجریه، کنیا و آفریقای جنوبی طی سال‌های 1997 الی 2001 بود. نتایج این مطالعه بیانگر این است که یکسان بودن رئیس هیأت‌مدیره و مدیرعامل، دارای اثر منفی بر سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم است. همچنین، نوع صنعت بر سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم موثر است.

گوگلر (2003) ارتباط بین تقسیم سود و ساختار مالکیت را بررسی نمود. نتایج حاصل از بررسی نمونه ای شامل 124 شرکت استرالیایی طی دوره زمانی 1991 الی 1999 بیانگر این است که شرکت‌های دولتی هموارسازی سود تقسیمی را اعمال می‌کنند، در حالی که شرکت های خانوادگی سود تقسیمی را هموار نمی‌کنند. همچنین، نتایج بیانگر این است که شرکت‌های خانوادگی دارای پایین‌ترین مقدار تقسیم سود، و شرکت‌های دولتی دارای بیشترین مقدار سود تقسیمی هستند؛ شرکت‌هایی که به وسیله بانکها و سرمایه‌گذاران خارجی کنترل می‌شوند نیز، در میان طیف یاد شده قرار می‌گیرند. افزون بر نتایج فوق، آن‌ها دریافتند که در شرکت‌هایی که دارای فرصت های رشد کمی

9. Abdelsalam

10. Zhang

11. Kowalewski

12. Coleman

هستند، ساختار مالکیت بر خط مشی تقسیم سود موثر نیست. فارینها<sup>13</sup> (2003) با استفاده از نمونه‌ای بالغ بر 600 شرکت طی دو دوره پنج ساله، 1987 الی 1991 و 1992 الی 1996، به این نتیجه رسید که پراکندگی مالکیتی دارای ارتباط مثبت و معنادار با خط مشی تقسیم سود است. مالکیت نهادی نیز به صورت منفی با خط مشی تقسیم سود در ارتباط است. همچنین، نتایج این تحقیق بیانگر این بود که در سطوح مالکیت درونی کمتر از 30٪ ارتباط معنادار منفی بین این متغیر و سیاست‌های تقسیم سود وجود دارد، لیکن، با تجاوز میزان مالکیت درونی از 30٪، این ارتباط مثبت می‌شود. فروغی و همکاران (1388) به بررسی میزان و نحوه تاثیرگذاری سهامداران نهادی (نوع ساختار مالکیت) و نیز سهام مدیریتی (میزان مشارکت سهامداران در مدیریت شرکت) بر سیاست‌های تقسیم سود 106 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1380 الی 1385 پرداختند. نتایج حاصل از پیاده‌سازی چهار مدل رگرسیون خطی چند متغیره شامل مدل تعدیل کامل، مدل تعدیل جزئی، مدل واد و مدل روند سود، بیانگر این بود که میزان سهام مدیریتی شرکت بر سیاست‌های تقسیم تاثیر مثبت و معناداری دارد، در حالی که سهامداران نهادی تاثیرگذاری معناداری بر سیاست‌های تقسیم سود ندارند.

علوی طبری و همکاران (1388) به بررسی رابطه بین کیفیت سود و سود تقسیمی شرکتها پرداختند و با بکارگیری چهار معیار کیفیت سود، با استفاده از نمونه‌ای شامل 85 شرکت طی دوره زمانی 1381 الی 1385، به این نتیجه رسیدند که با معیار تجدید ارائه صورت سود و زیان، شرکت‌هایی که کیفیت سود بالاتر دارند سود تقسیمی را در زمان مقرر پرداخت نمی‌کنند؛ با معیار وجود اقلام استثنایی، شرکت‌هایی که کیفیت سود بالاتر دارند سود تقسیمی بیشتری را پرداخت می‌کنند. همچنین نتایج این تحقیق بیانگر آن است که هیچکدام از چهار معیار کیفیت سود با تغییرات سود تقسیمی رابطه معنادار ندارند

پورحیدری و خاکساری (1387) با بررسی نمونه ای متشکل از 124 شرکت طی سال‌های 1380 الی 1384 به این نتیجه رسیدند که مهمترین عامل تعدیل‌کننده خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، وضعیت نقدینگی شرکت است. همچنین، نتایج بیانگر این است که بین وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و درصد توزیع سود نیز ارتباط معنادار مثبت وجود دارد؛ اما ثبات سودآوری شرکت و درجه اهرم مالی در تعیین خط مشی تقسیم سود نقشی ندارد.

جهانخانی و قربانی (1384) به شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در پژوهش آن‌ها، اطلاعات مربوط به 63 شرکت طی سال‌های 1377 الی 1382، با استفاده از روش‌های آماری مبتنی بر رگرسیون، تحلیل گردید. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر این بود که سیاست تقسیم سود شرکت‌های مورد بررسی از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین، با توجه به تأیید نظریه پیام -

رسانی، انتظار می‌رود که اگر شرکتی از رشد سود بالایی (پایینی) برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پایین) باشد. اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت نیز، از دیگر مواردی بودند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت‌های مورد بررسی، ایفای نقش کردند.

اعتمادی و چالاکي (1384) با بررسی رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در 100 شرکت طی سال‌های 1377 تا 1381 به این نتیجه رسیدند که بدون توجه به نوع صنعت رابطه معناداری بین عملکرد و تقسیم سود نقدی وجود دارد.

بهرام‌فر و مهراني (1383) با استفاده از نمونه‌ای شامل 37 شرکت طی سال‌های 1370 الی 1380، رابطه بین سود تقسیمی، سود هر سهم و سرمایه‌گذاری را بررسی نمودند. تحلیل‌های انجام شده در سطح شرکتی و داده‌های ترکیبی، رابطه سود تقسیمی، سود هر سهم و سود پیش‌بینی شده را مورد تأیید قرار داد.

### 3- فرضیه‌های پژوهش

به منظور بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر نسبت تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فرضیه‌های پژوهش به دو گروه اصلی به شرح زیر طبقه‌بندی می‌شود:

#### 3-1- بر اساس ساختار مالکیت

*مالکیت نهادی:* مطابق با فرضیه جایگزینی، اعتقاد بر این است که با افزایش سهامداران نهادی و کاهش هزینه‌های نمایندگی خط مشی تقسیم سود نقش کمتری را در کاهش تعارضات نمایندگی ایفا می‌کند؛ اگرچه، در صورتی که، نقش کنترلی این سهامداران ناکافی باشد یا هزینه نظارتی زیادی را متحمل شوند می‌توان از خط مشی تقسیم سود به عنوان ابزاری در جهت کاهش تعارضات نمایندگی استفاده کرد (عبدالسلام، 2008: 957).

فرضیه اول: «بین درصد مالکیت نهادی و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد»

*مالکیت مدیریتی:* از یکسو این اعتقاد وجود دارد که افزایش درصد مالکیت مدیریتی باعث افزایش میزان سود پرداختی می‌شود، زیرا پرداخت سود منافع زیادی را نصیب مدیران خواهد کرد؛ از سوی دیگر اعتقاد بر این است که با افزایش درصد مالکیت مدیریتی هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد و از این رو شرکت‌ها نیازی به افزایش اعتبار از طریق تقسیم سود ندارند (النجار و حسینی، 2009: 10).

فرضیه دوم: «بین درصد مالکیت مدیریتی و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد»

*مالکیت خانوادگی:* با افزایش مالکیت خانوادگی، عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع میان مدیران و مالکان کاهش می‌یابد و مطابق با فرضیه جایگزینی میزان سود تقسیمی کاهش می‌یابد (گوگلر، 2003: 1301).

فرضیه سوم: «بین درصد مالکیت خانوادگی و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.»

تمرکز مالکیت: تمرکز مالکیت با کاهش هزینه های نمایندگی، انگیزه شرکتها برای پرداخت سود را کاهش می دهد (گوگلر، 2003: 1300).

فرضیه چهارم: «بین تمرکز مالکیت و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد»

### 3-2- بر اساس ترکیب هیأتمدیره

هیأتمدیره نقش مهمی را در کنترل رفتار مدیریت ایفا می کند. برخی شواهد حاکی از آن است که، مطابق با فرضیه جایگزینی، ارتباط منفی معناداری بین درصد مدیران غیرموظف و استقلال هیأتمدیره و میزان تقسیم سود وجود دارد و عده ای نیز معتقدند که بین درصد مدیران غیرموظف و استقلال هیأتمدیره و میزان تقسیم سود رابطه مثبت معناداری وجود دارد، زیرا با وجود استقلال رئیس هیأتمدیره از مدیرعامل و افزایش درصد مدیران غیرموظف، حمایت از منافع سهامداران افزایش می یابد (النجار و حسینی، 2009: 7-6).

فرضیه پنجم: «بین درصد اعضای غیرموظف هیأتمدیره و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.»  
فرضیه ششم: «بین استقلال رئیس هیأتمدیره از مدیرعامل و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.»

### 4- جامعه و نمونه آماری

این پژوهش از نوع پژوهشهای نیمه تجربی و پس رویدادی است و با استفاده از اطلاعات گذشته انجام می شود. دوره زمانی این پژوهش 5 سال، از سال 1383 الی 1387 و جامعه آماری این پژوهش متشکل از کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا ابتدای سال 1383، شامل 383 شرکت است. شرکتهای مورد بررسی به روش حذفی و براساس معیارهای زیر انتخاب شده اند:

1. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
2. طی سالهای 1383 الی 1387 تغییر سال مالی نداشته باشد.
3. به دلیل ماهیت خاص فعالیت، جز صنعت بانکها و موسسات مالی نباشد.
4. سهام شرکت در طول اسفند ماه هر سال حداقل یک بار معامله شده باشد و
5. کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز، از جمله یادداشت های همراه صورتهای مالی، در دسترس باشد.  
با توجه به معیارهای ذکر شده، تعداد 106 شرکت در دوره زمانی 1383 الی 1387 برای انجام این پژوهش انتخاب شده است.

### 5- نحوه جمع آوری داده ها

برای گردآوری اطلاعات نظری پژوهش از نشریات و کتب موجود در کتابخانه و همچنین پایگاه های اطلاعاتی در دسترس استفاده شده

- است. داده‌های مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل، از اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده و تصمیمات مجمع عمومی عادی شرکت‌ها استخراج شده است. به این منظور بخش عمده‌ای از اطلاعات از طریق پایگاه اطلاعاتی متعلق به مرکز مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و همچنین بانک اطلاعاتی این سازمان دریافت گردید و سایر اطلاعات نیز از نسخه دوم نرم افزار تدبیرپرداز استخراج شده است.

## 6- متغیرهای پژوهش

### 6-1- متغیر وابسته

نسبت سود تقسیمی: عبارت است از حاصل تقسیم سود تقسیمی هر سهم (DPS) به درآمد هر سهم (EPS).

### 6-2- متغیرهای مستقل

- مالکیت نهادی: عبارت است از درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران نهادی.
- مالکیت مدیریتی: عبارت است از درصد سهام نگهداری شده به وسیله اعضای هیئت مدیره.
- مالکیت خانوادگی: عبارت است از درصد سهام نگهداری شده به وسیله اعضای یک خانواده.
- تمرکز مالکیت: عبارت است از مجموع درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران عمده (بالای پنج درصد).
- درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره: عبارت است از نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره.
- استقلال رئیس هیأت مدیره از مدیرعامل: عبارت است از یک متغیر دو وجهی که شامل یکسان بودن رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل (عدد یک)، و یکسان نبودن آنها (عدد صفر) است.

### 6-3- متغیرهای کنترل

- اهرم مالی: عبارت است از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها. اندازه شرکت: عبارت است از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان دوره.
- بازده حقوق صاحبان سهام: عبارت است از نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل حقوق صاحبان سهام شرکت.
- خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیتهای عملیاتی: عبارت است از جریان‌های نقدی عملیاتی که از صورت جریان‌های نقدی شرکت‌های مورد بررسی استخراج شده است.
- عمر شرکت: عبارت است از لگاریتم طبیعی سال‌های عمر شرکت از ابتدای تأسیس.
- رشد شرکت: عبارت است از نسبت  $Q$ -توبین، که برابر است با مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌های شرکت، تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

## 7- روش‌های آماری آزمون فرضیه‌ها

متغیرهای معرفی شده در این پژوهش از دو جنبه متفاوت، از یک سو در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر طی سال‌های 1383 الی 1387 بررسی می‌شوند. راه حل پیشنهاد شده در چنین مواردی، استفاده از داده‌های ترکیبی و برآورد الگوی مورد نظر بر اساس مجموعه جدید تشکیل شده است. داده‌های ترکیبی، دارای دو بعد هستند که یک بعد آن مربوط به واحدهای مختلف در هر مقطع زمانی خاص است و بعد دیگر آن مربوط به زمان است (گجراتی<sup>14</sup>، 1995: 64). چارچوب کلی داده‌های ترکیبی به صورت رابطه 1 می‌باشد (بالتاجی<sup>15</sup>، 2005: 11-12):

(1)

$$Y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + U_{it}$$

$$i=1, \dots, N$$

$$t=1, \dots, T$$

$Y_{it}$ : متغیر وابسته در واحد مقطعی  $i$  در زمان  $t$ ،

$\alpha$ : مقدار ثابت،

$X'_{it}$ : متغیرهای مستقل مربوط به واحد مقطعی  $i$  در زمان  $t$ ،

$\beta$ : ضرایب متغیرهای مستقل و

$U_{it}$ : خطای مدل است.

لازم به ذکر است که مدل‌های رگرسیون این پژوهش به روش اثرات ثابت برآورد شده است. مدل اثرات ثابت مدلی است که در آن عرض از مبدأ بین واحدها تغییر می‌کند، به طوری که در این مدل عرض از مبدأ هر واحد از واحد دیگر متفاوت است. اما عرض از مبدأ هر واحد طی زمان ثابت است (ابراهیمی، 1388: 108). همچنین، برای محاسبات اولیه داده‌ها از نرم افزار اکسل نسخه 2007 و به منظور انجام آزمون‌های آماری و تجزیه و تحلیل نهایی نیز، از نرم افزار Eviews نسخه 5 استفاده شده است.

## 8- تجزیه و تحلیل یافته‌ها

**فرضیه اول:** بین درصد مالکیت نهادی و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.

جدول 1، نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه اول را نشان می‌دهد. همانطور که ملاحظه می‌شود، مقدار آماره  $F$  و سطح معناداری حاصل از این آزمون، نشان می‌دهد که کل مدل رگرسیون، در سطح اطمینان 95% معنادار است. لیکن، توجه به آماره‌های  $t$  و سطوح معناداری مربوط به ضرایب جزئی مدل، بیانگر این است که ضریب متغیر مالکیت نهادی، از لحاظ آماری معنادار نیست. از بین متغیرهای تعدیل کننده نیز، تنها متغیر اندازه شرکت دارای ارتباط معنادار مثبتی با نسبت تقسیم سود است. بنابراین، فرضیه اول این پژوهش در سطح اطمینان 95% مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد.

جدول 1- نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه اول

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
0/897 0/860 0/138 0/950 0/388 0/040 0/313 0/740	-0/129 -0/176 1/484 -0/062 -0/863 2/051 -1/009 0/332	0/002 0/001 3/770 0/076 0/039 0/049 0/267 1/085	5/600 -0/004 -0/034 0/101 0/270 0/361	مالکیت نهادی بازده حقوق صاحبان سهام وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی اهرم مالی رشد شرکت اندازه شرکت عمر شرکت مقدار ثابت
3/047 0/000	آماره F معناداری آماره F	45/00% 30/24% 2/44		ضریب تعیین ضریب تعیین تعدیل شده آماره دوربین واتسون

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

**فرضیه دوم:** بین درصد مالکیت مدیریتی و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد

بررسی نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه دوم که در جدول 2 ارائه شده است، بیانگر این است که فرضیه دوم این پژوهش در سطح اطمینان 95% پذیرفته نمی‌شود. همانطور که ملاحظه می‌شود، علی‌رغم معنادار بودن کلی مدل رگرسیون، بین درصد مالکیت مدیریتی و نسبت تقسیم سود ارتباط معناداری وجود ندارد. لازم به توضیح است که تنها متغیر اندازه شرکت دارای ارتباط معنادار مثبت با نسبت تقسیم سود است.

**فرضیه سوم:** بین درصد مالکیت خانوادگی و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.

جدول 2- نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه دوم

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
0/552 0/869 0/143 0/985 0/381 0/038 0/332 0/783	-0/595 -0/165 1/468 0/018 -0/877 2/080 -0/971 0/276	0/004 0/001 3/770 0/077 0/039 0/050 0/268 1/090	-0/002 0/000 5/540 0/001 -0/035 0/103 -0/260 0/301	مالکیت مدیریتی بازده حقوق صاحبان سهام وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی اهرم مالی رشد شرکت اندازه شرکت عمر شرکت مقدار ثابت

3/053 0/000	آماره F معناداری آماره F	%45/05 %30/29 2/44	ضریب تعیین ضریب تعیین تعدیل شده آماره دوربین واتسون
----------------	--------------------------------	--------------------------	---

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که جدول 3 نشان می‌دهد، مقادیر معناداری بدست آمده از آزمون فرضیه سوم بیانگر این است که بین درصد مالکیت خانوادگی و نسبت تقسیم سود ارتباط معناداری وجود ندارد. از بین متغیرهای تعدیل‌کننده نیز، تنها متغیر اندازه شرکت دارای ارتباط معنادار مثبتی با نسبت تقسیم سود است. بنابراین، فرضیه سوم این پژوهش نیز در سطح اطمینان 95% پذیرفته نمی‌شود.

جدول 3- نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه سوم

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
0/480 0/856 0/142 0/999 0/375 0/035 0/355 0/824	-0/706 -0/181 1/471 0/002 -0/889 2/117 -0/926 0/223	0/004 0/001 3/770 0/077 0/039 0/050 0/269 1/097	0/003 5/540 0/000 -0/035 0/106 0/249 0/245	مالکیت خانوادگی بازده حقوق صاحبان سهام وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی اهرم مالی رشد شرکت اندازه شرکت عمر شرکت مقدار ثابت
3/055 0/000	آماره F معناداری آماره F	%45/07 %30/31 2/44	ضریب تعیین ضریب تعیین تعدیل شده آماره دوربین واتسون	

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

**فرضیه چهارم:** بین تمرکز مالکیت و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم در جدول 4 ارائه شده است. همانطور که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری آماره F بیانگر این است که مدل ارائه شده در سطح اطمینان 95% معنادار است. همچنین، مقادیر معناداری مربوط به ضرایب جزئی نیز بیانگر این است که در شرکت‌های مورد بررسی، تمرکز مالکیت دارای ارتباط معنادار منفی با نسبت تقسیم سود است. مقدار ضریب تعیین مدل نیز بیانگر این است که متغیرهای تمرکز مالکیت و اندازه شرکت، 46/28% از تغییرات در نسبت تقسیم سود را توضیح می‌دهند.

جدول 4- نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه چهارم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
تمرکز مالکیت بازده حقوق صاحبان سهام وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی اهرم مالی رشد شرکت اندازه شرکت عمر شرکت مقدار ثابت	-0/011 0/000 5/330 -0/003 -0/034 0/098 -0/254 1/141	0/003 0/001 3/730 0/076 0/039 0/049 0/264 1/101	-3/151 -0/117 1/431 -0/038 -0/871 1/988 -0/965 1/036	0/001 0/907 0/153 0/970 0/384 0/047 0/335 0/301
ضریب تعیین ضریب تعیین تعدیل شده آماره دوربین واتسون		%46/28 %31/86 2/46	آماره F معناداری آماره F	3/208 0/000

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

**فرضیه پنجم:** بین درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم که در جدول 5 ارائه شده است، بیانگر این است که درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره دارای ارتباط معنادار مثبتی با نسبت تقسیم سود است. مقدار آماره F نیز بیانگر این است که کل مدل رگرسیون در سطح اطمینان 95% معنادار است. همچنین مقدار ضریب تعیین مدل، نشان می‌دهد که درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره، 46/91% از تغییرات نسبت تقسیم سود را توضیح می‌دهد. بنابراین، فرضیه پنجم پژوهش نیز در سطح اطمینان 95% پذیرفته می‌شود.

**فرضیه ششم:** بین استقلال رئیس هیأت مدیره از مدیر عامل و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.

جدول 5- نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه پنجم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره بازده حقوق صاحبان سهام وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی اهرم مالی رشد شرکت اندازه شرکت عمر شرکت مقدار ثابت	0/900 3/710 6/380 0/013 0/015 0/094 0/188 0/546	0/233 0/001 3/710 0/075 0/039 0/049 0/263 1/092	3/871 -0/028 1/719 -0/174 -0/373 1/931 -0/715 -0/500	0/000 0/978 0/086 0/862 0/710 0/054 0/475 0/620
ضریب تعیین ضریب تعیین تعدیل‌شده آماره دوربین واتسون		%46/91 %32/66 2/45	آماره F معناداری آماره F	3/290 0/000

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول 6، نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه ششم را نشان می دهد. همانطور که ملاحظه می شود، مقادیر معناداری مربوط به ضرایب جزیی مدل بیانگر این است که بین استقلال هیأت مدیره و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود ندارد و تنها متغیر اندازه شرکت دارای ارتباط معنادار مثبتی با نسبت تقسیم سود است. بنابراین فرضیه ششم این پژوهش، در سطح اطمینان 95% پذیرفته نمی شود.

در نهایت کلیه متغیرهای مورد بررسی، در مدل رگرسیون چند متغیره وارد شده است که جدول 7، نتایج آماری حاصل از آزمون مدل مذکور را نشان می دهد.

جدول 6- نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه ششم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
استقلال هیأت مدیره	0/057	0/320	0/178	0/856
بازده حقوق صاحبان سهام	0/000	0/001	-0/177	0/860
جریان های نقدی حاصل از فعالیت های عملیاتی	5/600	3/770	1/485	0/138
اهرم مالی	-0/003	0/077	-0/044	0/965
رشد شرکت	-0/035	0/039	-0/879	0/380
اندازه شرکت	0/103	0/050	2/065	0/040
عمر شرکت	-0/274	0/266	-1/027	0/305
مقدار ثابت	0/348	1/087	0/320	0/749
ضریب تعیین	%45/00		آماره F	3/047
ضریب تعیین تعدیل شده	30/24		معناداری	0/000
آماره دوربین واتسون	2/44		آماره F	

\*منبع: یافته های پژوهشگر

همانطور که ملاحظه می شود، مقدار معناداری آماره F بیانگر این است که کل مدل رگرسیون، در سطح اطمینان 95% معنادار است. از بین کلیه متغیرهای مورد بررسی نیز، متغیر تمرکز مالکیت دارای ارتباط معنادار منفی، و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره دارای ارتباط معنادار مثبت با نسبت تقسیم سود است. همچنین، ضریب تعیین ارائه شده بیانگر این است که 48/29% از تغییرات در نسبت تقسیم سود، توسط متغیرهای مورد بررسی توضیح داده می شود. بنابراین، نتایج این پژوهش بیانگر این است که برخی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر نسبت تقسیم سود شرکت های مورد بررسی موثر هستند.

جدول 7- نتایج آماری حاصل از آزمون مدل کلی

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
0/727	-0/349	0/002	0/000	مالکیت نهادی
0/586	0/546	0/005	0/002	مالکیت مدیریتی
0/380	-0/878	0/006	0/005	مالکیت خانوادگی
0/001	-3/190	0/003	0/011	تمرکز مالکیت
0/000	3/907	0/231	0/903	درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره
0/863	0/172	0/312	0/054	استقلال هیأت مدیره
0/995	0/006	0/001	7/570	بازده حقوق صاحبان سهام
0/100	1/646	3/690	6/070	وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی
0/862	-0/174	0/075	0/013	اهرم مالی
0/707	-0/376	0/039	0/015	رشد شرکت
0/054	1/935	0/049	0/095	اندازه شرکت
0/631	-0/480	0/268	0/129	عمر شرکت
0/930	0/088	1/129	0/099	مقدار ثابت
3/288 0/000	آماره F معناداری آماره F	%48/29 %33/61 2/47		ضریب تعیین ضریب تعیین تعدیل شده آماره دوربین واتسون

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

## 9- بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش، تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر نسبت تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اور اق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و نسبت تقسیم سود وجود ندارد که این نتیجه مطابق با نتیجه پژوهش فروغی و همکاران (1388) و مغایر با یافته‌های پژوهش عبدالسلام و همکاران (2008) می‌باشد. یافته‌های آزمون فرضیه دوم بیانگر نبود رابطه معنادار بین مالکیت مدیریتی و نسبت سود تقسیمی است که با نتایج پژوهش‌های فروغی و همکاران (1388) و ژانگ (2008) مغایرت دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نیز بیانگر این است که رابطه معناداری بین مالکیت خانوادگی و نسبت سود تقسیمی وجود ندارد که مغایر با نتایج پژوهش گوگلر (2003) می‌باشد. یافته‌های آزمون فرضیه چهارم بیانگر این است که مطابق با پژوهش فارینها (2003)، متغیر تمرکز مالکیت، دارای ارتباط معنادار منفی با نسبت تقسیم سود می‌باشد که موید فرضیه جانشینی است. از این رو می‌توان به این نتیجه رسید که تمرکز مالکیت با بهبود نظم مالی و همگرایی منافع بین مدیران و سهامداران و از این رو، کاهش هزینه‌های نمایندگی انگیزه شرکت‌ها برای پرداخت سود را کاهش می‌دهد، زیرا در غیاب تضادهای نمایندگی، سهامداران به اندازه کافی اطمینان دارند که جریان‌های نقدی شرکت به گونه‌ای صحیح استفاده می‌شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم نشان می‌دهد که درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره دارای ارتباط معنادار مثبت با نسبت تقسیم سود است که بیانگر نقش اعضای غیرموظف هیأت مدیره در حمایت از

حقوق سهامداران است. نتایج این پژوهش بر خلاف نتایج پژوهش عبدالنجار و حسینی (2009) است. در نهایت نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین استقلال هیأت مدیره و نسبت سود تقسیمی وجود ندارد که مغایر با نتایج پژوهش کلین (2007) می‌باشد.

بر مبنای یافته‌های پژوهش می‌توان به سرمایه‌گذاران توصیه نمود که در تشکیل پرتفوی خود، علاوه بر سود تقسیمی به ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی نیز توجه کافی مبذول دارند. نتایج این پژوهش در تدوین و تصویب آیین‌نامه نظام راهبری شرکت های بورس اوراق بهادار تهران نیز قابل استفاده است.

با توجه به اینکه بانکها و سایر شرکتهای واسطه‌گری مالی از نمونه پژوهش حذف شده بودند، به پژوهشگران آینده نیز پیشنهاد می‌شود که تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر نسبت تقسیم سود در این گروه از شرکت ها را بررسی کنند. همچنین پیشنهاد می‌شود موضوع این پژوهش با لحاظ نمودن نوع صنعت و تفکیک نمونه مورد بررسی براساس اندازه شرکت، مجدداً مورد بررسی قرار گیرد.

## منابع

- ابراهیمی، شهلا ، (1388)، بررسی تاثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز.
- اعتمادی، حسین ، پری چالاک، (1384)، رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1377-1381، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره 39: 31-47.
- بهرام‌فر، نقی ، کاوه مهرانی ، (1383)، رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره 36: 27-46.
- جهانخانی، علی ، سعید قربانی ، (1384)، شناسایی و تعیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران ، دوفصلنامه تحقیقات مالی، سال هفتم، شماره 20: 27-48.
- پورحیدری، حیدر ، محمد خاکساری، (1387)، بررسی عوامل تعیین‌کننده خط‌مشی تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله توسعه و سرمایه ، سال اول، شماره 2، پاییز و زمستان: 183-200.
- علوی طبری، سید حسین، ویدا مجتهدزاده، غلامرضا سلیمانی امیری، یلدا عاملی ، (1388)، رابطه کیفیت سود و سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره 16، شماره 56 : 93-106.
- فروغی ، داریوش، عل ی سعیدی، محسن اژدر ، (1388)، تاثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود ، فصلنامه تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره دوم : 114-129.

Abdelsalam, O.; El-Masry, A.; Elsegini, S. (2008), "Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market Further Evidence from CASE 50", *Managerial Finance*, Vol. 34, No. 12: PP. 953-964.

Adjaoud, F. and Ben-Amar, W. (2010), "Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation?", *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5) & (6): PP. 648-667.

Al-Najjar, B. and Hussainey, K. (2009), "The Association between Dividend Payout and Outside Directorships", *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 10, No. 1: PP. 4-19.

Baltagi, B. H. (2005), "Econometric Analysis of Panel Data", 3rd edition. Great Britain. John Wiley & Sons Ltd.

Coleman, A. K. (2007), "Corporate Governance and Shareholder Value Maximization: An African Perspective", *African Development Bank*, PP. 350-367.

Easterbrook, F. (1984), "Two Agency Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, Vol. 74: PP. 650-659.

Farinha, J. (2003), "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: an Empirical Analysis", *Journal of Business, Finance & Accounting*: PP. 1173-1209.

Francis, B.; Hasan, I.; John, K.; Song, L. (2011), "Corporate Governance and Dividend Payout Policy: A Test Using Antitakeover Legislation", *Financial Management*: PP. 83-112.

Gugler, K. (2003), "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment", *Journal of Banking & Finance*: PP. 1297–1321

Gujarati, N. D. (1995), "Basic Econometrics", Fourth edition, McGraw-Hill International Editions: Economic Series.

Jensen, M.C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76: PP. 323-9.

Kowalewski, O. and Stetsyuk, I, Talavera, O. (2008), "Does Corporate Governance Determine Dividend Payouts in Poland?", *Post-Communist Economies*, Vol. 20, No. 2: PP.203–218.

Zhang, H. (2008), "Corporate Governance and Dividend Policy: A Comparison of Chinese Firms Listed in Hong Kong and in the Mainland", *China Economic Review*: PP. 437–459.