

# ارزیابی تأثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکتها

دکتر یحیی حساس یگانه\*

عسگر پاک مرام\*\*

تاریخ دریافت: 1391/04/15

تاریخ پذیرش: 1391/06/14

## چکیده

در این مقاله با در نظر گرفتن تئوری نمایندگی تأثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکتها مورد بررسی قرار می‌گیرد اینگونه استدلال می‌شود که پرداخت های سود سهام از طریق کاهش مبلغ جریان نقدی آزاد، تضاد نمایندگی کلاش می‌دهد. بنابراین، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود را می‌توان به عنوان ابزاری برای حل مسأله نمایندگی بر شمرد که مطالعه حاضر نیز مویده آن است. هشتاد و یک شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی 85-89 به عنوان نمونه انتخاب شده اند. همچنین، ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی، هرکدام از طریق شاخص های قابل اندازه گیری از قبیل مرجع حسابرسی، اصلی یا فرعی بودن شرکت مورد بررسی، بازرس قانونی شرکت و امتیاز شفافیت اطلاعات محاسبه گردید. یافته های پژوهش نشان می‌دهد مرجع حسابرسی (کیفیت حسابرسی) شرکت به عنوان بعد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی، تأثیر معنی‌دار و مثبتی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها دارند. بعلاوه، تأثیر معنی‌دار متغیرهای کنترلی سود سهام نقدی سال قبل، سود سهمی، فرصت سرمایه گذاری، جریان نقدی آزاد، سودآوری، اهرم و اندازه شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکتها تأیید شد.

**واژه های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، سیاست تقسیم سود، هزینه نمایندگی، فر ضیه جایگزینی، فرضیه نتیجه

## 1 مقدمه

از مسایل مهمی که در سال های اخیر در پی رسوایی های گسترده مالی در سطح شرکت های بزرگ مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته و به عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه گذاران مطرح شده، موضوع حاکمیت شرکتی است که به لزوم نظارت بر مدیریت شرکت و به تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن و در نهایت حفظ حقوق سرمایه گذاران و ذینفعان می‌پردازد. از طرفی دیگر، خط مشی تقسیم سود نیز، پژوهش های زیادی در امور مالی و حسابداری به همراه داشته است؛ اما تاکنون به طور کامل به این موضوع پاسخ داده نشده، که چرا شرکت ها سودشان را توزیع می‌کنند یا اینکه چرا، سرمایه گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. این مسئله به عنوان "معمای تقسیم سود" در امور مالی شناخته شده است. زیربنای اصلی هر دو گروه از پژوهش ها به عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و ذینفعان و رابطه نمایندگی بین مدیران و سهامداران مرتبط است. یافته های موجود در ارتباط با ماهیت ارتباط بین حاکمیت شرکتی

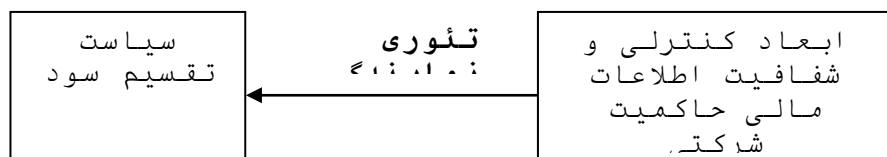
\* استادیار دانشگاه علامه طباطبایی ، نویسنده اصلی ،  
yahya\_yeganeh@yahoo.com  
\*\* دانش آموخته دکترای حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، مسئول مکاتبات.

و سیاست سود سهام شرکتها بی نتیجه و غیر قطعی است. از یک طرف، برخی از مطالعات نشان می دهد که سود سهام امکان کاهش هزینه های نمایندگی جریان های نقدی آزاد را فراهم می آورد، و از این رو از سرمایه گذاران در مقابل سلب مالکیت مدیران محافظت می نماید. این امر وجود ارتباط مثبت بین کیفیت حاکمیت شرکتی و خط مشی سود سهام را القا می نماید (فرضیه نتیجه). از سوی دیگر، وقتی که شرکتها دارای حاکمیت خوبی هستند، در سایر مطالعات برای سود سهام در محافظت از سرمایه گذاران نقش جایگزینی پیشنهاد شده است. در این شرایط، در شرکت های دارای کیفیت بالای حاکمیت بایستی پرداخت های سود سهام پایین تر باشد. با این حال، نقش سود سهام زمانی مهم تر و تعیین کننده تر می شود که حاکمیت شرکتی ضعیف است، که این به نوبه خود بر وجود ارتباط منفی بین سود سهام و حاکمیت شرکتی دلالت دارد (فرضیه جانشین).

در ایران نیز در مطالعات مختلفی تأثیر ابعاد و شاخص هایی چون ویژگی های هیئت مدیره، ساختار مالکیت، مالکیت نهادی و ... بر سیاست تقسیم سود بررسی شده است. از نقاط قوت و متمایز کننده پژوهش حاضر در مقایسه با پژوهش های قبلی در این است که با دیدی متفاوت و اضافه نمودن شاخص های دیگری چون مرجع حسابرسی شرکت، اصلی یا فرعی بودن شرکت مورد بررسی، بازرسی قانونی شرکت و امتیاز شفافیت اطلاعات مالی، و استفاده همزمان از دو مدل، تأثیر شاخص های ذکر شده بر سیاست تقسیم سود را مورد بررسی قرار داده و بر حل معمای دیرینه سود سهام کمک می کند.

از طرف دیگر، لازم به ذکر است که حاکمیت شرکتی از دید جهانی روشی برای حمایت از حقوق سرمایه گذاران است و بر جذب سرمایه های خارجی و درجه ی ریسک کشور تأثیر خواهد گذاشت. با اجرای قانون اصل 44 و واگذاری شرکت های دولتی و ایجاد شرکت های سهامی عام جدید، بازار سرمایه گسترش خواهد یافت و خانوارهای بیشتری پس اندازهای خود را وارد بورس خواهند کرد. این روش سرمایه گذاری اگرچه انطباق بهتری با احکام اسلامی دارد و موجب نظارت عموم بر فعالیت های اقتصادی و بهبود شفافیت اقتصاد خواهد شد ولی موفقیت آن در گرو استقرار حاکمیت مناسب در شرکتها است. لذا هر چه در جهت بررسی فواید حاکمیت شرکتی کوشش شود، با توجه به اهمیتی که در افزایش کارایی بازار سرمایه دارد، باز هم اندک می باشد. از این رو، با توجه به مطالب پیش گفته مشخص می گردد که ابعاد حاکمیت شرکتی تأثیر مستقیمی بر رفتار سرمایه گذاران دارد و انجام چنین پژوهش های هم در تعیین سرنوشت شرکتها مؤثر است و هم به نفع اقتصاد کشور خواهد بود.

مساله اصلی پژوهش حاضر ارزیابی و تبیین چگونگی تأثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست سود سهام شرکتها، و با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی مربوط می باشد. بر مبنای تئوری های موجود، چارچوب مفهومی پژوهش حاضر را می توان به صورت شکل 1 ارائه داد.



## شکل 1- چارچوب مفهومی پژوهش

در ادامه خلاصه ای از ادبیات موضوع و فرضیه های مطرح شده و پس از تشریح متغیرهای مورد استفاده در پژوهش، مدل پژوهش ارائه می گردد. در قسمت های بعد روش پژوهش، جامعه و نمونه آماری و یافته های پژوهش مورد بحث قرار گرفته و پیشنهاد های پژوهش ارائه می شود.

## 2 مبانی نظری و فرضیه های پژوهش

در حالت کلی پنج گرایش عمده در تحقیقات حسابداری مورد استفاده قرار می گیرد. رویکرد مدل تصمیم گیری<sup>1</sup>، تحقیقات بازار سرمایه، تحقیقات رفتاری<sup>2</sup>، تئوری نمایندگی<sup>3</sup> و سایر تحقیقات (انتقادی<sup>4</sup> و هزینه تهیه اطلاعات<sup>5</sup>) از عمده ترین مبانی مورد استفاده در تحقیقات حسابداری هستند (شباهنگ، 1381). چند دیدگاه نظری عمده و متفاوت برای تبیین حاکمیت شرکتی مطرح شده است. هریک از آنها با واژه های متفاوت و از جنبه های گوناگون که ناشی از زمینه علمی خاص هر گروه است به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته اند. نظریه نمایندگی ناشی از زمینه مالی و اقتصادی، نظریه هزینه معاملات<sup>6</sup> ناشی از اقتصاد و تئوری سازمانی و نظریه ی ذی نفعان<sup>7</sup> ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد حاکمیت شرکتی، می باشد (حساس یگانه، 1384: 104).

سازمان همکاری و توسعه اقتصادی<sup>8</sup> ابعاد شش گانه زیر را برای سیستم حاکمیت شرکتی با هدف افزایش توان و انسجام قوانین در کشورها و به حداقل رساندن تعارض های موجود در قوانین کشورهای مختلف، ارائه نموده است که مبنای بسیاری از بررسی ها و پژوهش ها را شکل داده و مورد استفاده گسترده کشورها و سازمان های مختلف ملی و بین المللی قرار گرفته است. ابعاد اصلی قابل بررسی برای سنجش وضعیت حاکمیت شرکتی، عبارتند از:

1. کسب اطمینان نسبت به چارچوب حاکمیت شرکتی اثربخش؛
2. حقوق سهامداران و وظایف اصلی مالکیت؛
3. رفتار عادلانه نسبت به سهامداران؛
4. نقش ذی نفعان در حاکمیت شرکتی؛
5. شفافیت مالی و افشای اطلاعات؛
6. ترکیب هیئت مدیره.

هر یک از ابعاد ذکر شده در بالا می تواند بر کلیت چارچوب حاکمیت شرکتی اثر داشته باشد و آن را تقویت و یا تضعیف کند (قائمی و شهریاری، 1388: 115-114).

<sup>1</sup>. Decision Model Approach

<sup>2</sup>. Behavioral Research

<sup>3</sup>. Agency Theory

<sup>4</sup>. Critical Perspective Research

<sup>5</sup>. Information Economics

<sup>6</sup>. Transaction Cost Theory

<sup>7</sup>. Stakeholder Theory

<sup>8</sup>. Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD)

فاما و جنسن (1983)<sup>9</sup> معتقدند که در اغلب آثار حسابداری و مدیریت مالی، حاکمیت شرکتی به عنوان «طیفی از ساز و کار های کنترلی که از منافع سهامداران واحد تجاری حفاظت کرده و منجر به افزایش ثروت آنها می گردد» تعریف می شود.

براون و کایلر<sup>10</sup> (2006) متوجه شدند که شرکت های دارای کیفیت حاکمیت بهتر که بواسطه امتیاز (نمره) راهبری مورد اندازه گیری قرار می گیرند، بسیار سودآور و با ارزش هستند. نتایج آنها حاکی از این است که شرکت های دارای کیفیت حاکمیت بهتر، متحمل هزینه های نمایندگی کمتری شده و از این رو، عملکرد بهتر و ارزش بالاتری را برای شرکت ارائه می دهند.

با الهام از استدلال های تئوری نمایندگی، پژوهش های اخیر ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و سیاست پرداخت سود را مورد بررسی قرار داده اند. این مطالعات آزمون دو فرضیه متضاد را پیشنهاد می کنند. ابتدا، با توجه به مدل حاصل از سود سهام (لاپورتا و همکاران، 2000) کیفیت حاکمیت شرکتی باید با پرداخت های سود سهام ارتباط مثبتی داشته باشد؛ چون شرکت های دارای حاکمیت بهتر در حفظ حقوق سهامداران خود قوی تر عمل می کنند. با توجه به این قدرت سهامداران به مدیران فشار خواهند آورد تا بجای استفاده از وجه نقد اضافی برای منافع شخصی خود، سود سهام بیشتری پرداخت نمایند (ژراپورن و نینگ، 2006: 2). در مقابل، فرضیه جانشین<sup>11</sup> سود سهام قید می کند که کیفیت حاکمیت باید جایگزینی برای پرداخت های سود سهام باشد، به نحوی که شرکت های دارای حاکمیت بهتر، در نتیجه جدایی مالکیت و کنترل با هزینه های نمایندگی پایین تری مواجه هستند. بنابراین، احتمال کمتری وجود دارد که شرکت های مزبور پرداخت سود سهام را بعنوان ابزاری جهت کاهش تضاد نمایندگی که مدیران را در مقابل سهامداران قرار می دهد، مورد استفاده قرار دهند (جان و کنیازاوا، 2006: 31-47).

چندین مطالعه به این نتیجه رسیده اند که محیط قانونی و سازمانی بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت ها تأثیر دارد. به عنوان مثال، لاپورتا و همکاران (2000) گزارش می دهند که شرکت های کشورهای دارای حقوق عرفی در مقایسه با شرکت های کشورهای دارای حقوق مدنی که در آن سهامداران اقلیت بدلیل مصونیت قانونی ضعیف تر ضرر می بینند، سود سهام بیشتری پرداخت می کنند. بنابراین، پرداخت های سود سهام می تواند بعنوان وسیله ای برای محافظت سهامداران در مقابل سلب مالکیت مدیران و سهامداران بزرگ، بکار رود.

لیو<sup>12</sup> (2002) در پژوهشی از 22 بازار نو ظهور نشان داد که هرچه عوامل حاکمیت شرکتی خارجی شامل الزامات افشا اطلاعات، قوانین تجاری کشور و مقررات بازار سهام بهبود یابد، نقش سود سهام در کنترل هزینه نمایندگی کاهش می یابد. او در پژوهش خود رابطه جایگزینی را

<sup>9</sup>. Fama and Jensen

<sup>10</sup>. Brown and Caylor

<sup>11</sup>. The Substitution Hypothesis

<sup>12</sup>. Liu

اثبات نمود. کوکی و گایزانی<sup>13</sup> (2009) یک ارتباط منفی را بین نسبت پرداخت سود سهام و مالکیت نهادی یافتند. قابل توجه است که مطالعات فوق صرفاً یک جنبه از حاکمیت را مورد لحاظ قرار داده اند. مطالعات بعدی برای اصلاح چنین نقیصی با تکیه بر مجموع امتیاز حاکمیت که معمولاً چندین جنبه از حاکمیت را پوشش می دهند، یک تحلیل بسیار جامعی از کیفیت حاکمیت را فراهم می آورند. بعنوان مثال، میتون (2004) نشان می دهد بین امتیاز حاکمیت (که توسط CLSA<sup>14</sup> ایجاد شده است) و پرداخت های سود سهام در نمونه ای از شرکتهای کشورهای نوظهور، رابطه مثبتی وجود دارد. با استفاده از امتیاز حاکمیت مبتنی بر استانداردهای حمایتی خدمات سهامدار نهادی<sup>15</sup> (ISS)، براون و کایلر (2004) نتایج مشابهی را در ایالات متحده امریکا گزارش نمودند.

اگرچه این یافته ها از فرضیه نقش خروجی<sup>16</sup> (نتیجه) سود سهام پشتیبانی می کنند اما هر کس می تواند بر این اعتقاد باشد که رویه های حاکمیت سالم و دقیق، جهت محافظت سرمایه گذاران در برابر سلب مالکیت کافی است، در نتیجه نیاز به پرداخت های سود سهام کاهش می یابد. بنابراین، ساز و کارهای حاکمیت می توانند جایگزینی برای پرداخت های سود سهام باشند، و شرکتهایی که سطح پرداخت سود سهام را مبتنی بر کیفیت سلامت و دقت رویه های حاکمیت شرکتی تعیین می کنند عبارتند از: حاکمیت قوی (ضعیف) منجر به پرداخت کم (زیاد) سود سهام می شود.

استدلال فوق توسط جان و کنیازاوا (2006) پشتیبانی می شود که نشان دادند سطح پرداخت سود سهام در شرکتهای دارای حاکمیت خوب کاهش می یابد چراکه در اینگونه شرکتهای تضاد نمایندگی کمتری دیده می شود. همچنین آنها متوجه شدند شرکتهایی که با هزینه های نمایندگی بیشتری مواجه هستند، حاکمیت شرکتی نسبت به سود سهام نقش بسیار مهم تر و تعیین کننده تری ایفا می کند. این نتایج به اتفاق هم دیگر وجود ارتباط منفی بین پرداخت های سود سهام و برخی از ابعاد (درون سازمانی و برون سازمانی) حاکمیت شرکتی را نشان می دهند. ژراپورن و نینگ (2006) نیز وجود ارتباط منفی بین قدرت حقوق سهامداران و سیاست سود سهام در ایالات متحده را تایید کردند. نتایج آن ها تأییدی بر فرضیه جایگزینی است.

عبدالسلام و همکاران<sup>17</sup> (2008) در تحقیقی تحت عنوان ارتباط ساختار مالکیت با سیاست های سود سهام در یک بازار نوظهور، نشان دادند که بین مالکیت نهادی و تصمیمات سود سهام و نسبت پرداخت سود سهام، ارتباط مستقیمی وجود دارد. ژراپورن، کیم و کیم (2008) در پژوهش دیگری اثر هر طبقه از شاخص حاکمیت را به طور جداگانه مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه

<sup>13</sup>. Kouki and Guizani

<sup>14</sup>. Credit Lyonnais Securities Asia.

<sup>15</sup>. Institutional Shareholder Services (ISS).

<sup>16</sup>. The Outcome Hypothesis

<sup>17</sup>. Abdelsalam and et. al

رسیدند که رابطه معکوس بین دو متغیر برقرار است، در حالیکه با استفاده از یک شاخص جامع، آنها فرضیه نتیجه را اثبات کردند. شاخصی که آن‌ها برای اندازه گیری حاکمیت به کار بردند؛ شامل هشت طبقه هیئت مدیره، کیفیت حسابرسی، اساسنامه، کیفیت مدیران، پاداش مدیران اجرایی، مالکیت، کیفیت مشارکت است. این مسئله نشان می‌دهد؛ معیارهای مورد استفاده در شاخص حاکمیت بسیار مهم است. ژاپورن در مقاله دوم علت این نتیجه را استفاده از یک شاخص جامع حاکمیت قلمداد می‌کند. ویبرگ<sup>18</sup> (2008) نیز در پژوهشی به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی با سیاست سود سهام در 189 شرکت سوئدی پرداخت. یافته‌ها نشان داد که بین مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی، رابطه‌ی مثبت وجود دارد.

چی، کیم ولی<sup>19</sup> (2009) نشان دادند؛ شرکت‌های با حاکمیت شرکتی مؤثرتر با محدودیت‌های تأمین مالی خارجی بالاتر، سود سهام کمتری می‌پردازند، در حالی که شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر با محدودیت‌های تأمین مالی خارجی کمتر، سود سهام بیشتری می‌پردازند. بنجامین هیکویا<sup>20</sup> (2009) در پژوهشی تحت عنوان ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها در نیجریه، نشان دادند، بین تمرکز مالکیت و عملکرد رابطه مثبت وجود دارد.

اجاود و بن عمار<sup>21</sup> (2010) در پژوهشی تحت عنوان حاکمیت شرکتی و سیاست سود سهام: حمایت سهامداران یا سلب مالکیت، به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و سیاست سود سهام در کانادا پرداختند. براساس پیش‌بینی‌های تئوری نمایندگی، اثر دو فرضیه متضاد پیرامون حاکمیت شرکتی بر پرداخت سود سهام را در نظر گرفتند: فرضیه‌های نتیجه و جانشینی. از طریق شاخص سالیانه حاکمیت شرکتی گلوب و میل و چهار زیر شاخه امتیازات (ترکیب هیئت مدیره، موضوعات سهام و پاداش، موضوعات حقوق سهامدار و سیاست افشای حاکمیت شرکتی)، سودمندی ساز و کارهای سطح شرکت مورد ارزیابی قرار گرفته شد. نتایج نشان داد که شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی‌تر پرداخت سود سهام بالاتری دارند. در میان چهار جزء شاخص حاکمیت شرکتی، ارتباط مثبت سیاست ترکیب هیئت مدیره و حقوق سهامدار را با نسبت‌های پرداخت سود سهام نشان دادند. همچنین، پژوهشگران ارتباط مثبتی بین اندازه شرکت، میزان جریان‌های نقدی آزاد و پرداخت‌های سود سهام پیدا کردند و نتایج کارشان با مدل نتیجه سیاست سود سهام سازگار است. اوکانل و کرامر<sup>22</sup> (2010) در مطالعه‌ای تحت عنوان بررسی رابطه بین عملکرد شرکت و خصوصیات هیئت مدیره در ایرلند، نشان دادند که حضور مدیران غیرموظف در هیئت مدیره با عملکرد شرکت‌ها در کشور ایرلند رابطه مثبتی دارد.

فروغی و همکاران (1388) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

18. Wiberg

19. Chae Joon, Kim Sungmin, Lee Eunjung

20. Benjamin I. Ehikioya

21. Adjaoud and Ben-Amar

22. O'Connell and Cramer

اوراق بهادار تهران، به بررسی تأثیر سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکتها بر سیاست تقسیم سود اتخاذ شده از سوی آنها پرداختند. به بیان دیگر، میزان و نحوه تأثیر گذاری سهامداران نهادی (نوع ساختار مالکیت) و نیز سهام مدیریتی شرکتها (میزان مشارکت سهامداران در مدیریت شرکت) بر سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج این مطالعه نشان می دهد که میزان سهام مدیریتی شرکت بر سیاست های تقسیم سود تأثیر مثبت و معنی داری دارد در حالی که سهامداران نهادی تأثیر گذاری معنی داری بر سیاست های تقسیم سود ندارند.

فخاری و یوسفعلی تبار (1389) در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی، تلاش نمودند تا ارتباط بین سود تقسیمی و حاکمیت شرکتی را بعنوان ابزاری برای حل مشکل هزینه نمایندگی بررسی نمایند. در این مطالعه، شاخص حاکمیت شرکتی، بر اساس چک لیستی که به هشت طبقه افشا، اخلاق تجاری، آموزش، رعایت الزامات قانونی، حسابرسی، مالکیت، ساختار هیئت مدیره، مدیریت دارایی ها و نقدینگی تقسیم شده بود، محاسبه شد. یافته های این پژوهش نشان داد، رابطه معکوس معناداری بین شاخص حاکمیت شرکتی و تقسیم سود وجود دارد. این یافته بیانگر این موضوع است که شرکت های بورس از تقسیم سود برای کسب شهرت و ایجاد اعتبار استفاده می کنند و با وجود ارتباط معنی دار حاکمیت شرکتی و تقسیم سود، تأثیر حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود اندک است.

همان گونه که از پژوهش ها و مطالعات فوق پیداست، در کشورهای دیگر و در ایران در ارتباط با ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و تقسیم سود، پژوهش های انجام شده است با این تفاوت که، مطالعه حاضر به ابعاد و شاخص های خاص و تازه ای از حاکمیت شرکتی می پردازد که این ابعاد در ادامه مباحث ارائه شده است. بنابراین، بر اساس ادبیات پژوهش و پیشینه مطالعه، فرضیه های پژوهش بصورت زیر ارائه می گردند:

**فرضیه اول:** بعد کنترلی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکتها تأثیر معنی داری دارد.

**فرضیه دوم:** بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکتها تأثیر معنی داری دارد.

### 3- روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ ماهیت توصیفی - همبستگی، از نظر نحوه اجرا از نوع پژوهش توصیفی - پس رویدادی و از نظر نتیجه اجرا کاربردی می باشد. در این نوع پژوهش، پژوهشگر علل احتمالی متغیر وابسته را مورد مطالعه قرار می دهد. چون متغیر وابسته و مستقل هر دو در گذشته رخ داده اند، لذا این نوع پژوهش را پژوهش پس رویدادی می نامند.

### 4- قلمرو پژوهش

دوره مورد مطالعه از سال 1385 تا سال 1389، به مدت 5 سال می باشد. سال 1385 به این دلیل به عنوان شروع دوره پژوهش انتخاب

شده است که، اطلاعات مربوط به امتیاز شفافیت اطلاعات شرکت ها از آن سال قابل دسترسی است.

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به منظور انجام این پژوهش، نمونه آماری از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردید. این نمونه شامل شرکت های است که مجموعه شرایط زیر را داشته باشند:

1. شرکت ها تا ابتدای سال 1385 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  2. در طی دوره پژوهش از فهرست شرکت های بورس حذف نشده باشد.
  3. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  4. طی سال های مالی یاد شده، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
  5. وقفه معاملاتی بیش از 6 ماه نداشته باشد.
  6. اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش در سالهای مورد بررسی موجود باشد.
  7. جزو بانک ها و موسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری های مالی، شرکت های هلدینگ، بانک ها و لیزینگ ها) نباشند زیرا، ماهیت افشای مالی و ساختارهای حاکمیت شرکتی در آنها متفاوت است.
- با اعمال محدودیت های فوق تعداد 81 شرکت پذیرفته شده در بورس تهران به عنوان نمونه انتخاب شده است.

## 5- متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش شامل متغیر وابسته، مستقل و کنترلی است.  
**متغیر مستقل:** ابعاد حاکمیت شرکتی می باشد. این متغیر با نماد CG نشان داده می شود. در این پژوهش دو بعد حاکمیت شرکتی و از طریق شاخص هایی مورد مطالعه قرار گرفته است که در زیر ارائه می گردند:

### الف) بعد کنترلی حاکمیت شرکتی

**1- مرجع حسابرسی شرکت:** این شاخص نشان دهنده آن است که صورت های مالی اساسی شرکت توسط کدام گروه از حسابرسان مورد حسابرسی قرار گرفته است. در صورتی که مرجع حسابرسی شرکت، سازمان حسابرسی (موسسه حسابرسی بزرگ) باشد به آن ارزش یک، و اگر توسط مؤسسات حسابرسی مورد رسیدگی قرار گرفته باشد ارزش صفر تعلق می گیرد. این متغیر با نماد (AUD) نشان داده شده است.

**2- اصلی یا فرعی بودن شرکت مورد بررسی:** این متغیر نشان می دهد که آیا شرکت مورد بررسی تحت کنترل و وابسته به شرکت دیگری می باشد یا خیر. این متغیر با نماد (PAR) وبا متغیرهای 0 و 1 نشان داده شده است. بدین صورت که اگر شرکت مورد بررسی، تحت کنترل و وابسته به شرکت دیگری باشد به آن ارزش 1، و در غیر این صورت ارزش صفر به آن تعلق می گیرد. در این پژوهش وابستگی گروهی و شرکتی بین شرکت های پذیرفته شده لحاظ می گردد.



**3- بازرس قانونی<sup>23</sup> شرکت:** این شاخص نشان دهنده آن است که بازرس قانونی شرکت همان حسابرس شرکت است یا مستقل از حسابرس شرکت. در صورتی که بازرس قانونی شرکت، مستقل از حسابرس شرکت باشد به آن ارزش یک، و اگر همان حسابرس شرکت باشد ارزش صفر تعلق می گیرد. این شاخص با نماد LI نشان داده می شود.

### **(ب) بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی**

برای سنجش این متغیر از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه «کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب» منتشر می شود، استفاده شده است. مزایا و دلایل استفاده از این معیار سنجش کیفیت افشا به شرح زیر است:

1) امتیازهای کیفیت افشای شرکت ها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و بر اساس شاخص های دقیق و عینی از قبیل زمان ارائه اطلاعات مربوط و تفاوت پیش بینی ها با نتایج واقعی محاسبه شده است. بنابراین، معیار مورد استفاده از عینیت و قابلیت اتکای کافی برخوردار است.

2) برخلاف پژوهش های انجام شده در زمینه کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران، معیار مذکور فقط به کمیت افشا توجه نمی کند، بلکه به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشا شده را نیز مد نظر قرار می دهد (ستایش و همکاران، 1390، 64-65).

این شاخص با نماد TR نشان داده می شود.

### **متغیر وابسته: سیاست تقسیم سود**

بر اساس مطالعات پیشین در حوزه مالی (هولدر و همکاران، 1998؛ میتون، 2004؛ و جان و کنیازاوا، 2006)<sup>24</sup> در این پژوهش از دو شاخص جانشین برای سیاست سود سهام استفاده می شود.

الف - نسبت سود سهام نقدی هر سهم بر سود هر سهم که با نماد CD نشان داده شده است.

ب - بازده سود سهام نقدی که با نماد DY نشان داده می شود. با توجه به مطالعات و استدلالات مختلف صورت گرفته، معمولاً بازده سود سهام نقدی را معرف سیاست سود سهام نقدی قرار می دهند، با این استدلال که بازده سود سهام نقدی توزیع سود را در کنار قیمت سهام مورد توجه قرار می دهد و عبارت است از سود سهام نقدی هر سهم تقسیم بر قیمت هر سهم در اول سال. چون قیمت سهام بطور روزانه تغییر می کند، از متوسط قیمت سهم استفاده می شود. نحوه محاسبه بازده سود سهام نقدی در رابطه (1) ارائه شده است.

$$DY_t = \frac{Div_t}{\frac{P_{tH} + P_{tL}}{2}} \quad (1)$$

$P_{tH}$  و  $P_{tL}$  به ترتیب بیانگر کمترین و بیشترین قیمت سهام در هر دوره مالی است.

$Div_t$  معرف سود سهام نقدی هر سهم است.

<sup>23</sup>. Legal Inspector

<sup>24</sup>. Holder et al.; Mitton; and John and Knyazeva

## متغیرهای کنترلی سیاست تقسیم سود

لینتنر (1956) نشان می دهد که شرکتهای پرداخت کننده سود سهام تلاش می کنند تا پرداخت سود پایداری داشته باشند؛ که پژوهش اجاوود و بن عمار (2010) این مورد را تایید میکند.

جان و کنیازاوا (2006) و اجاوود و بن عمار (2010) در نتایج پژوهشهای تجربی خود وجود ارتباط مثبت بین اندازه شرکت و پرداخت سود سهام را نشان داده اند. فاما و فرنچ<sup>25</sup> (2001)، دنیس و اوسوبا<sup>26</sup> (2008)، و اجاوود و بن عمار (2010) نشان دادند که شرکتهای بزرگ با سودآوری بالا و فرصت رشد پایین، تمایل بیشتری به پرداخت سود سهام دارند. جنسن (1986) نشان می دهد شرکتهایی که سطح بالایی از جریان نقدی آزاد را دارند، متحمل هزینه های نمایندگی بیشتری می شوند. در این زمینه، شرکتهای ممکن است از سیاست تقسیم سود جهت کاهش این هزینه ها استفاده نمایند. بطورکلی، پژوهشهای قبلی چون جان و کنیازاوا (2006) و اجاوود و بن عمار (2010) نیز ارتباط مثبت بین جریان نقدی آزاد و پرداخت سود را نشان داده اند. همچنین، فاما و فرنچ (2001) سه ویژگی با اهمیت شرکت را به عنوان عوامل مؤثر با اهمیت که احتمالاً در پرداخت سود سهام تأثیر دارند، مشخص نمودند که عبارتند از اندازه، سودآوری و فرصت های سرمایه گذاری.

رنیب وگ و تروجانوسکی<sup>27</sup> (2007)، و اجاوود و بن عمار (2010) معتقدند که اهرم می تواند بر پرداخت سود سهام تأثیر داشته باشد زیرا، بدهی نیز می تواند به منظور کاهش مسائل بالقوه جریان نقدی آزاد مورد استفاده قرار گیرد. از این رو، انتظار می رود که بین اهرم و پرداخت سود سهام ارتباط منفی وجود داشته باشد. لینتنر (1956) اشاره می کند که سود سهمی نیز از عواملی است که بر سیاست تقسیم سود شرکتهای تأثیر دارد. با پیروی از پژوهشها و استدلالات فوق در حوزه مالی، در پژوهش حاضر در تحلیل چند متغیره، متغیرهای مرتبط با سیاست تقسیم سود کنترل می گردند. این متغیرها عبارتند از: سود سهام نقدی سال قبل، سود سهمی، فرصت سرمایه گذاری، جریان نقدی آزاد، سودآوری، اهرم، و اندازه شرکت.

## 6- مدل پژوهش

بر اساس توضیح های گفته شده مدل پژوهش به صورت رابطه (2) ارائه می گردد:

$$\text{Dividend Policy} = a + b_1 (\text{CG}) + b_2 (\text{PreDiv}) + b_3 (\text{Stockdiv}) + b_4^{(2)} (\text{MTB}) + b_5 (\text{FCF}) + b_6 (\text{Profit}) + b_7 (\text{LEV}) + b_8 (\text{Size}) + e$$

CG: نشانگر بعد حاکمیت شرکتی است.

PreDiv: نشانگر سود سهام نقدی سال قبل است. عدد 1 نشان دهنده

<sup>25</sup>. Fama and French

<sup>26</sup>. Denis and Osobov

<sup>27</sup>. Renneboog, L. and G. Trojanowski

پرداخت سود سهام نقدی در سال قبل می‌باشد و عدد صفر مخالف آن. **Stockdiv**: نشانگر سود سهمی است. عدد 1 نشان دهنده این است که شرکت در همان سال سود سهمی پرداخت نموده است و عدد صفر برعکس آن.

**MTB**: نمایشگر فرصت سرمایه گذاری است در این پژوهش از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به عنوان نماینده فرصت سرمایه گذاری شرکت استفاده می‌شود. این نسبت با تقسیم کردن ارزش بازار بر ارزش دفتری شرکت به دست می‌آید (جاوود و بن عمار، 2010).

**FCF**: نمایشگر جریان نقدی آزاد است. در این پژوهش از مدل **لن و پلسن**<sup>28</sup> برای تعیین جریان نقدی آزاد واحد تجاری استفاده می‌شود. بر اساس مدل مذکور جریان‌های نقدی آزاد از طریق رابطه (3) محاسبه می‌شود:

$$FCF_{i,t} = (INC_{i,t} - TAX_{i,t} - INTEXP_{i,t} - PSDIV_{i,t} - CSDIV_{i,t}) / A_{i,t-1}$$

که در آن:

**FCF<sub>i,t</sub>**: جریان نقدی آزاد شرکت **i** در سال **t**

**INC<sub>i,t</sub>**: سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت **i** در سال **t**

**TAX<sub>i,t</sub>**: کل مالیات پرداختی شرکت **i** در سال **t**

**INTEXP<sub>i,t</sub>**: هزینه بهره پرداختی شرکت **i** در سال **t**

**PSDIV<sub>i,t</sub>**: سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت **i** در سال **t**

**CSDIV<sub>i,t</sub>**: سود سهامداران عادی پرداختی شرکت **i** در سال **t**

**A<sub>i,t-1</sub>**: کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت **i** در سال **t-1**

**Profitability (ROE)**: نشانگر سودآوری شرکت است. در این پژوهش از

نسبت بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان نماینده سودآوری استفاده می‌شود. این نسبت برپایه سود خالص سالانه پس از کسر مالیات به جمع حقوق صاحبان سهام عادی در پایان سال مالی محاسبه می‌گردد.

**LEVERAGE**: نشانگر نسبت اهرمی شرکت است که از طریق تقسیم جمع

بدهی بلندمدت بر جمع داراییها محاسبه می‌شود.

**SIZE**: نشانگر اندازه شرکت است و از طریق لگاریتم طبیعی مجموع

ارزش اسمی سهام هر شرکت محاسبه می‌شود.

## 7- یافته های پژوهش

برای بررسی رابطه مورد انتظار بین متغیرهای پژوهش از مجموعه ای از آمار توصیفی، ماتریس همبستگی، و مدل‌های رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. جدول 1 حاوی آمار توصیفی داده‌های مورد مطالعه است.

این جدول تعداد مشاهدات، میانگین، حداقل، حداکثر و انحراف معیار را برای هشت متغیر مورد مطالعه نشان می‌دهد تعداد مشاهدات برای تمامی متغیرها 405 می‌باشد ستون میانگین، حاوی متوسط حسابی اندازه‌های هر متغیر است. ستونهای حداقل و حداکثر به ترتیب، کمترین و بیشترین اندازه‌ها برای هرمتغیر را نشان می‌دهند و در نهایت ستون انحراف معیار، نماینده پخش شدگی مقادیر و اندازه‌های هیتغیر حول مقدار میانگین آن می‌باشد.

<sup>28</sup>. Lehn and Poulsen

همان گونه که از جدول 1 پیداست، میانگین نسبت سود سهام نقدی 0/675 و بازده سود سهام نقدی 0/139 است، که در هر دو مورد میانگین رو به پایینی را نشان می‌دهند.

### جدول 1- نتایج تحلیل توصیفی داده‌های پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
شفافیت اطلاعات مالی	405	53/815	-13	98	24/825
نسبت سود سهام نقدی	405	0/675	0	7/05	0/633
بازده سود سهام نقدی	405	0/139	0	1/46	0/133
فرصت سرمایه گذاری	405	3/205	-15/10	37/20	4/128
جریان نقدی آزاد	405	0/085	-0/31	0/57	0/116
سودآوری شرکت	405	0/361	-4/83	17/16	1/060
اهرم شرکت	405	0/089	0	0/79	0/100

\*منبع: یافته‌های پژوهش

### 7-1- آزمون همبستگی

در جدول 2 ضرایب سود سهام نقدی و بازده سود سهام نقدی و معنادار است

### جدول 2- آزمون همبستگی پیرسون

متغیر	نسبت سود سهام نقدی	بازده سود سهام نقدی
حاکمیت شرکتی (شفافیت اطلاعات مالی)	***0/424	***0/319

\*\*\* معنی‌داری در سطح 0/01

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به همبستگی به دست آمده و نرمال بودن توزیع داده‌ها، آزمون‌های مربوط به فرضیه‌های پژوهش صورت گرفته است.

### 7-2- برآورد مدل رگرسیون چند متغیره جهت آزمون فرضیه پژوهش

برای استفاده از مدل رگرسیون لازم است پیش فرض‌های استفاده از آن مورد آزمون قرار گیرد. این پیش فرض‌ها عبارتند از: میانگین (امید ریاضی) خطاها صفر باشد (آزمون دور بین واتسون)؛ واریانس خطاها ثابت باشد (آزمون دور بین واتسون)؛ بین خطاهای مدل همبستگی وجود نداشته باشد (آزمون دور بین واتسون)؛ متغیر وابسته دارای توزیع نرمال باشد (کولموگروف اسمیرنوف)؛ و بین متغیرهای مستقل همبستگی وجود نداشته باشد (آزمون بررسی هم خطی متغیرهای مستقل).

اولین مرحله جهت آغاز فرآیند آزمون فرضیه‌ها، بررسی نرمال بودن داده‌ها است.

نتایج آزمون K-S و P-Value های محاسبه شده قبل از تعدیل نشان می‌دهد که توزیع برخی از متغیرها از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند. بنابراین فرض صفر رد می‌شود. در این مواقع جهت نرمال سازی توزیع متغیرها، داده‌هایی که فاصله آنها از میانگین، 3 انحراف معیار است حذف شد، که با اعمال این تعدیل که در جدول 3 ارائه شده است

توزیع اکثر متغیرها به خصوص متغیرهای وابسته نرمال شد.  
جدول 3- نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف

بعد از تعدیل		قبل از تعدیل		علامت	شرح
P-Value	آماره Z	P-Value	آماره Z		
0/060	1/326	0/060	1/326	TR	شفافیت اطلاعات مالی
0/068	1/189	0/000	4/246	CD	نسبت سود سهام نقدی
0/056	1/307	0/000	2/999	DY	بازده سود سهام نقدی
0/000	4/472	0/000	4/472	MTB	فرصت سرمایه گذاری
0/049	3/303	0/049	3/303	FCF	جریان نقدی
0/775	0/661	0/000	3/543	ROE	*منبع آزاد شده های پژوهشگر سودآوری شرکت
0/000	4/133	0/000	4/133	LEVERAGE	اهرم شرکت
0/007	1/674	0/007	1/674	SIZE	اندازه شرکت

الف) فر  
بعد کنه  
دارد.  
برای آزر  
و 5 ارائه

با توجه به نتایج آزمون رگرسیون، رگرسیون ساده و دو متغیره در سطح 5 درصد مورد پذیرش قرار گرفته است. سطح معنی داری آماره F (0/000) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (5 درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. آماره دوربین واتسون (2/061) در فاصله بین 1/5 تا 2/5 قرار دارد، بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. همچنین نتایج بررسی همبستگی بین متغیرهای مستقل استفاده از رگرسیون را تایید می کند (مقدار بالای 1/ برای تولرانس و کمتر از 10 برای عامل تورم واریانسی بیانگر عدم وجود مشکل در برازش مدل رگرسیونی به دست آمده می باشد). با توجه به بالا بودن (P-Value) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضرایب مولفه های بعد کنترلی نتایج آزمون نشان می دهد که بعد کنترلی حاکمیت شرکتی تأثیری بر نسبت سود سهام نقدی ندارد. پس فرضیه اول پژوهش را نمی توان در سطح اطمینان 95% قبول کرد. این نتیجه متفاوت از نتیجه پژوهش ژراپورن و نینگ (2006)، جان و کنیازاوا (2006)، عبدالسلام و همکاران (2008)، و کوکی و گایزانی (2009) است. آن ها در مطالعه خود وجود رابطه جایگزینی بین متغیر سود تقسیمی نقدی و شاخص حاکمیت را اثبات کرده بودند. یعنی شرکت های با حاکمیت ضعیف تر، سود تقسیمی بیشتری دارند تا جانشینی برای مدیریت ضعیف آن ها باشد. همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد که متغیرهای کنترلی سود سهام نقدی سال قبل، جریان نقدی آزاد، سودآوری شرکت و اندازه شرکت تأثیر معنی دار و مثبتی بر نسبت سود سهام نقدی دارند. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته اند که 40% از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

با توجه به نتایج آزمون مدل (2) فرضیه ی اول که در جدول 5 ارائه شده است، استفاده از رگرسیون تایید می گردد. با توجه به بالا بودن (P-Value) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضرایب متغیرهای اصلی یا فرعی بودن شرکت و بازرس قانونی، نتایج آزمون

نشان می دهد که این دو متغیر تأثیری بر بازده سود سهام نقدی شرکت ندارند. ولی، نتایج پژوهش نشان می دهد مرجع حسابرسی شرکت تأثیر معنی دار و مثبتی بر بازده سود سهام نقدی دارد که مطابق با پژوهش میتون (2004)، ژراپورن و همکاران (2008)، چي، کیم و لی (2009) و اجاوود و بن عمار (2010) است اما با نتایج یافته های ژراپورن و نینگ (2006) چي، کیم و لی (2009) و فخاری و یوسفعلی تبار (1389) مطابقت ندارد.

همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد متغیرهای کنترلی سود سهام نقدی سال قبل، فرصت سرمایه گذاری، جریان نقدی آزاد، سودآوری شرکت و اندازه شرکت تأثیر معنی دار و مثبت و سود سهمی تأثیر معنی دار و معکوسی بر بازده سود سهام نقدی دارد. این نتیجه نیز موید مطالعاتی چون لینتزر (1956)، جنسن (1986)، فاما و فرنچ (2001)، جان و کنیازاوا (2006)، رنیبوگ و تروجانوسکی (2007) و اجاوود و بن عمار (2010) می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته اند 32% از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

#### جدول 4- نتایج آزمون معنی داری مدل رگرسیون و مدل 1 فرضیه اول

بررسی هم خطی		$CD_{i,t} = \alpha + \beta_1(Audit_{i,t}) + \beta_2(Parent_{i,t}) + \beta_3(LI_{i,t}) + \beta_4(PreDiv_{i,t}) + \beta_5(StockDiv_{i,t}) + \beta_6(MTB_{i,t}) + \beta_7(FCF_{i,t}) + \beta_8(ROE_{i,t}) + \beta_9(Lev_{i,t}) + \beta_{10}(Size_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$			
VIF	Tolerance	Sig	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
-	-	0/038	-2/086	0/252 -	مقدار ثابت
869 0/	1/150	0/305	1/026	0/033	مرجع حسابرسی شرکت
965 0/	1/036	0/903	0/122	0/004	اصلی یا فرعی بودن شرکت
983 0/	1/018	0/783	-0/276	0/077 -	بازرس قانونی شرکت
934 0/	1/070	0/000	10/124	0/492	سود سهام نقدی سال قبل
924 0/	1/083	0/920	-0/100	0/005 -	سود سهمی
729 0/	1/371	0/219	1/232	0/005	فرصت سرمایه گذاری
798 0/	1/253	0/051	1/955	0/275	جریان نقدی آزاد
650 0/	1/539	0/000	6/060	0/462	سودآوری شرکت
933 0/	1/072	0/073	-1/798	0/281 -	اهرم شرکت
843 0/	1/186	0/009	2/637	0/026	اندازه شرکت
2/061			آماره دوربین- واتسون	/286 25	آماره F
0/393			ضریب تعیین تعدیل شده	0/000	P-Value

\*منبع: یافته های پژوهشگر

(ادامه جدول 4)

**جدول 5- نتایج آزمون معنی داری مدل رگرسیون و مدل 2 فرضیه اول**

بررسی هم خطی		$DY_{i,t} = \alpha + \beta_1(Audit_{i,t}) + \beta_2(Parent_{i,t}) + \beta_3(LI_{i,t}) + \beta_4(PreDiv_{i,t}) + \beta_5(StockDiv_{i,t}) + \beta_6(MTB_{i,t}) + \beta_7(FCF_{i,t}) + \beta_8(ROE_{i,t}) + \beta_9(Lev_{i,t}) + \beta_{10}(Size_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$			
VIF	Tolerance	Sig	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
-	-	0/023	-2/289	-0/079	مقدار ثابت
0/869	1/150	0/022	2/292	0/021	مرجع حسابرسی شرکت
0/965	1/036	0/170	-1/374	-0/012	اصلی یا فرعی بودن شرکت
0/983	1/018	0/725	-0/352	-0/028	بازرس قانونی شرکت
0/934	1/070	0/000	6/072	0/085	سود سهام نقدی سال قبل
0/924	1/083	0/044	-2/024	-0/027	سود سهمی
0/729	1/371	0/009	-2/615	-0/003	فرصت سرمایه گذاری
0/798	1/253	0/003	3/023	0/122	جریان نقدی آزاد
0/650	1/539	0/000	7/627	0/165	سودآوری شرکت
0/933	1/072	0/070	-1/815	-0/081	اهرم شرکت
0/843	1/186	0/006	2/773	0/008	اندازه شرکت
1/725		آماره دوربین-واتسون		18/605	آماره F
0/319		ضریب تعیین تعدیل شده		0/000	P-Value

\*منبع: یافته های پژوهشگر

**ب) فرضیه دوم پژوهش بیان می دارد:**

بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکتها تأثیر دارد.

6 و 7 ارائه میگردند. برای آزمون فرضیه دوم نیز از دو مدل استفاده شده است که در جداول

**جدول 6- نتایج آزمون معنی داری مدل رگرسیون و مدل 1 فرضیه دوم**

بررسی هم خطی		$CD_{i,t} = \alpha + \beta_1(TR_{i,t}) + \beta_2(PreDiv_{i,t}) + \beta_3(StockDiv_{i,t}) + \beta_4(MTB_{i,t}) + \beta_5(FCF_{i,t}) + \beta_6(ROE_{i,t}) + \beta_7(Lev_{i,t}) + \beta_8(Size_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$			
VIF	Tolerance	Sig	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
-	-	0/001	-3/298	0/383	مقدار ثابت
/782 0	1/278	0/000	4/965	0/003	شفافیت اطلاعات مالی
/877 0	1/140	0/000	8/876	0/430	سود سهام نقدی سال قبل
/917 0	1/091	0/785	0/273	0/012	سود سهمی
/721 0	1/387	0/525	0/636	0/002	فرصت سرمایه گذاری
/801 0	1/248	0/226	1/213	0/165	جریان نقدی آزاد
/633	1/581	0/000	5/308	0/395	سودآوری شرکت

0					
/930 0	1/075	0/033	-2/142	0/324 -	اهرم شرکت
/924 0	1/082	0/000	3/527	0/032	اندازه شرکت
2/140	آماره دوربین- واتسون		/721 36		آماره F
0/432	ضریب تعیین تعدیل شده		0/000		P-Value

\*منبع: یافته های پژوهشگر

6 با توجه به نتایج آزمون مدل (1) فرضیه ی دوم که در جدول ارائه شده است، سطح معنی داری آماره F (0/000) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (5 درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. آماره دوربین واتسون (2/095) در فاصله بین 1/5 تا 2/5 قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. با توجه به پایین بودن (P-Value) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب شفافیت اطلاعات مالی، نتایج آزمون نشان می دهد که بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی تأثیر معنی دار و مثبتی بر نسبت سود سهام نقدی دارد. پس فرضیه دوم پژوهش را نمی توان در سطح اطمینان 95% رد کرد. این موضوع موید فرضیه نتیجه و تئوری نمایندگی بوده و مطابق با پژوهش میتون (2004)، ژراپورن و همکاران (2008)، چي، کیم ولی (2009) و اجاوود و بن عمار (2010) است اما با نتایج یافته های ژراپورن و نینگ (2006) چي، کیم ولی (2009) و فخاری و یوسفعلی تبار (1389) مطابقت ندارد. همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد متغیرهای کنترلی سود سهام نقدی سال قبل، جریان نقدی آزاد، سودآوری شرکت و اندازه شرکت تأثیر معنی دار و مثبت و اهرم تأثیر معنی دار و معکوس بر نسبت سود سهام نقدی دارند. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته اند که 43% از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. نتیجه آزمون مدل دوم فرضیه دوم در جدول 7 ارائه شده است.

جدول 7- نتایج آزمون معنی داری مدل رگرسیون و مدل 2 فرضیه دوم

بررسی هم خطی		$DY_{i,t} = \alpha + \beta_1(TR_{i,t}) + \beta_2(PreDiv_{i,t}) + \beta_3(StockDiv_{i,t}) + \beta_4(MTB_{i,t}) + \beta_5(FCF_{i,t}) + \beta_6(ROE_{i,t}) + \beta_7(Lev_{i,t}) + \beta_8(Size_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$			
VIF	Tolerance	Sig	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
-	-	/001 0	-3/416	0/116 -	مقدار ثابت
/784 0	1/275	/003 0	3/009	0/001	شفافیت اطلاعات مالی
/879 0	1/137	/000 0	5/230	0/075	سود سهام نقدی سال قبل
/923 0	1/084	/054 0	-1/933	0/025 -	سود سهمی
/721 0	1/387	/003 0	-3/019	0/003 -	فرصت سرمایه گذاری



/797 0	1/255	/020 0	2/342	0/094	جریان نقدی آزاد
/630 0	1/586	/000 0	7/091	0/154	سودآوری شرکت
/936 0	1/069	/056 0	-1/920	0/085 -	اهرم شرکت
/962 0	1/080	/000 0	3/794	0/010	اندازه شرکت
1/717	آماره دوربین- واتسون		/905 23	F	آماره F
0/327	ضریب تعیین تعدیل شده		0/000	P-Value	P-Value

\*منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون مدل (2) فرضیه ی دوم که در جدول 7 ارائه شده است، سطح معنی داری آماره F (0/000) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (5 درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. آماره دوربین واتسون (1/717) در فاصله بین 1/5 تا 2/5 قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. همچنین نتایج بررسی همبستگی بین متغیرهای مستقل استفاده از رگرسیون را تایید میکند. با توجه به پایین بودن (P-Value) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب شفافیت اطلاعات مالی، نتایج آزمون نشان می دهد که بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی تأثیر معنی دار و مثبتی بر بازده سود سهام نقدی دارد. پس فرضیه دوم پژوهش را نمی توان در سطح اطمینان 95% رد کرد. این نتیجه نیز از نظر مطابقت یا عدم مطابقت با مطالعات پژوهشگران قبلی، همانند مدل اول است. همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد تمامی متغیرهای کنترلی به جز سود سهمی و اهرم تأثیر مثبت و معنی داری بر بازده سود سهام نقدی دارند. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته اند که 33% از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

## 8- بحث و نتیجه گیری

نتایج آزمون مدل (1) فرضیه اول نشان می دهد که بعد کنترلی حاکمیت شرکتی (اصلی یا فرعی بودن شرکت، مرجع حسابرسی، و بازرسی قانونی) تأثیری بر نسبت سود سهام نقدی ن دارد. این نتیجه متفاوت از نتیجه پژوهش کوکی و گایزانی (2009) و عبدالسلام و همکاران (2008) است. آنها در مطالعه خود وجود رابطه جایگزینی بین متغیر سود تقسیمی نقدی و شاخص حاکمیت را اثبات کرده بودند. یعنی شرکت های با حاکمیت ضعیف تر، سود تقسیمی بیشتری دارند تا جانشینی برای مدیریت ضعیف آنها باشد. در این مدل، فرضیه جایگزینی و یا تئوری علامت دهی اشاره شده در پیشینه مطالعه تایید نشد؛ یعنی بعد کنترلی حاکمیت شرکتی، در شرکت های مورد بررسی نتوانسته است نقش جایگزین یا علامتی برای حمایت از منافع ذی نفعان را ایفا نمایند. از طرف دیگر، فرضیه نتیجه یا تئوری نما یندگی نیز در این مدل توجیه نمی شود. فرضیه نتیجه، بیان می کند تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است؛ یعنی با افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی، میزان سود تقسیمی نیز افزایش پیدا می کند. علت این نتیجه می

تواند ابعاد خاصی باشد که در مطالعات قبلی مورد توجه بوده است که متفاوت از ابعاد و شاخص‌های مطالعه حاضر است. از طرف دیگر، در برخی از مطالعات قبلی که در قسمت پیشینه و مبانی نظری مطالعه نیز بر آن اشاره شد، امتیاز کیفیت حاکمیت شرکتی در مدل‌های رگرسیون به عنوان متغیر مستقل وارد شده است که طبیعتاً به دلیل وجود خاصیت هم‌افزایی در شاخص‌های حاکمیت شرکتی، می‌تواند نتایج متفاوتی به دست آید.

در مدل دوم فرضیه اول از بین مولفه‌های موجود، وجود تأثیر مرجع حسابرسی (کیفیت حسابرسی) بر سیاست تقسیم سود تأیید شد. یعنی مرجع حسابرسی تأثیر معنی‌دار و مثبتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارد که مطابق با پژوهش ژراپورن و همکاران (2008)، چي، کیم ولی (2009) و اجاوود و بن‌عمار (2010) است.

این نتیجه در راستای تأیید فرضیه نتیجه می‌باشد و فرضیه نتیجه مبتنی بر فرضیه جریان نقد آزاد است. بر مبنای فرضیه جریان نقد آزاد، مدیران فرصت طلب، از وجوه آزاد به منظور سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها و اموری که باعث افزایش اعتبار آنها می‌شود، به نفع خود استفاده می‌کنند. فرضیه نتیجه، بیان می‌کند تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است. در واقع شرکت‌هایی که حقوق سهامداران در آن رعایت نمی‌شود، دچار مدیریت‌های فرصت طلب 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.

یک فرض مهم نظریه نمایندگی این است که تأیید کارهای کارگزار برای کارگزار مشکل و پیچیده است. حسابرسی مستقل یکی از با اهمیت‌ترین و در عین حال مؤثرترین روش‌ها، برای همسو کردن منافع سهامداران و مدیران به شمار می‌رود. چرا که در باطن حسابرسان برای اعتبار بخشی به کارنامه مالی ارائه شده مدیران به سهامداران، به کار گرفته شده‌اند. هدف از اعمال مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذی‌نفعان مختلف شرکت فراهم آورد. حسابرسی مستقل اغلب به عنوان راهکاری برای حاکمیت شرکتی مطلوب به کار گرفته می‌شود. نهاد حسابرسی نقش تعیین‌کننده‌ای در مراقبت و کنترل اشتباهات سهوی اطلاعات حسابداری ایفا می‌کند. این نهاد به عنوان یک شخصیت مستقل بیرونی وظیفه قضاوت درباره اعتبار صورتهای مالی تهیه شده طبق اصول حسابداری را بر عهده دارد. لذا، در مطالعه حاضر کیفیت حسابرسی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر دارد. به عبارت دیگر، در شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی مورد حسابرسی قرار می‌گیرند، حقوق صاحبان سهام بیشتر رعایت می‌شود. بنابراین، می‌توان گفت که کیفیت حسابرسی شرکت تأثیر معنی‌دار و مستقیمی (مثبت) بر نسبت سود سهام نقدی و از این رو، بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارد و این آزمون یافته‌های پژوهش‌های ارائه شده در مدل اول را تأیید می‌کند.

نتایج آزمون مدل (1) فرضیه دوم نشان می‌دهد که بعد شفافیت

اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی تأثیر معنی‌داری و مثبتی بر نسبت سود سهام نقدی دارد. همچنین، نتایج آزمون نشان می‌دهد متغیرهای کنترلی سود سهام نقدی سال قبل، جریان نقدی آزاد، سودآوری شرکت و اندازه شرکت تأثیر معنی‌دار و مثبت، و اهرم تأثیر معکوسی بر نسبت سود سهام نقدی دارد. این نتیجه موید فرضیه نتیجه و تئوری نمایندگی بوده و مطابق با پژوهش میتون (2004)، و ژراپورن و همکاران (2008)، چي، کیم ولی (2009) و اجاوود و بن عمار (2010) است.

نتایج آزمون مدل (2) فرضیه دوم نشان می‌دهد که بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی تأثیر معنی‌داری و مثبتی بر بازده سود سهام نقدی دارد. همچنین، نتایج آزمون نشان می‌دهد با فرض افزایش سطح خطای قابل قبول به 6٪، کلیه متغیرهای کنترلی تأثیر معنی‌داری بر بازده سود سهام نقدی دارند. این مدل نیز موید فرضیه نتیجه و تئوری نمایندگی بوده و مطابق با مطالعات مدل قبلی است.

با توجه به یافته‌های پژوهش، پیشنهاد می‌شود که چون توزیع سود سهام برای سرمایه‌گذاران مطلوبیت دارد، هنگام سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، مرجع حسابرسی شرکت را به عنوان عامل مؤثر بر تقسیم سود در نظر بگیرند.

با در نظر گرفتن یافته‌های پژوهش و با توجه به اینکه حسابرسی مستقل یکی از با اهمیت‌ترین و در عین حال مؤثرترین روش‌ها، برای همسو کردن منافع سهامداران و مدیران به شمار می‌رود و به استناد نتایج مطالعه حاضر در شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی مورد حسابرسی قرار می‌گیرند، حقوق ذی‌نفعان بیشتر رعایت شود، لذا، پیشنهاد می‌شود که تمامی ذی‌نفعان در تصمیم‌گیری‌های مربوط به سرمایه‌گذاری، اعطای اعتبار و مواردی از این دست، مرجع حسابرسی شرکت را مد نظر قرار دهند.

با در نظر گرفتن ادبیات و یافته‌های پژوهش، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها به منظور افشای به موقع و ارتقای قابلیت اتکای گزارش‌ها، در راستای ارتقای امتیاز شفافیت اطلاعات و کمک به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تلاش نمایند. از طرف دیگر، با توجه به تأثیر مشخص بعد شفافیت حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، بهتر است استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی به منظور بهبود تصمیم‌گیری و واکنش سریع به رویدادها و در نهایت در تخصیص بهینه منابع، امتیاز شفافیت شرکت‌ها را در نظر بگیرند.

با توجه به یافته‌های پژوهش، پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران جهت اطلاع از سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، علاوه بر متغیرهای پیش‌گفته، عوامل سود سهام نقدی سال قبل، اندازه شرکت، جریان نقدی آزاد، سودآوری، فرصت سرمایه‌گذاری، اهرم و سود را نیز در نظر بگیرند.

## منابع

- حساس یگانه، یحیی، (1388)، "فلسفه حسابرسی"، چاپ دوم، تهران، انتشارات علمی و فرهنگی.
- ستایش، محمد حسین، مصطفی کاظم نژاد و مهدی ذوالفقاری، (1390)، "بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، ص 74-55.
- شباهنگ، رضا، (1381)، "تئوری حسابداری جلد اول"، چاپ اول، تهران، انتشارات سازمان حسابرسی.
- فخاری، حسین و نصیبه یوسفعلی‌تبار، (1389)، "بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره 17، شماره 62، ص 84-69.
- فروغی، داریوش، علی سعیدی و محسن اژدر، (1388)، "تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، سال 1، شماره 2، ص 114-129.
- قائمی، محمد حسین و مهدی شهریاری، (1388)، "حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکتها"، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره 1، شماره 1، ص 113-128.

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, 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, Vol.37, No. 5 & 6,PP. 648-667.

Benjamin I. Ehikioya. ,(2009)," Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria", Corporate Governance, Vol. 9, No. 3,PP. 231- 243.

Brown, L. and Caylor, M.,(2004), "Corporate Governance and Firm Performance", Working Paper, Georgia State University.

Brown, L. and Caylor, M.,(2006), "Corporate Governance and Firm Valuation", Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 25,PP. 409-434.

Chae, J. Kim, S. Lee, E. ,(2009), "How Corporate Governance Affects Payout Policy under Agency Problems and External Financial Constraints", Journal of Banking and Finance, Forthcoming.

Denis, D. and Osobov, I. ,(2008), "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy", Journal of Financial Economics, Vol. 89,PP. 62-82.

Fama, E. and K. French ,(2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", Journal of Financial Economics, Vol.60 ,PP.3-43.

Fama, E.F. and Jensen, M.C. ,(1983),"The Separation of Ownership and Control", The Journal of Law and Economics, Vol. 26,PP. 301-25.

Holder, M., Langrehr, F. W. and Hexter, J. L. ,(1998), "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory", Financial Management, Vol. 27, No. 3,PP. 73-82.

Jensen, M. C. ,(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", American Economics Review, Vol. 76,PP.323-339.

Jiraporn, P. and Ning, Y. ,(2006), "Dividend Policy, Shareholder Rights and Corporate Governance", Journal of Applied Finance, Vol. 16,PP. 24-36.

Jiraporn, P. Kim, J.-C. and Kim, Y. S.,(2008), "Dividend Policy and Corporate Governance Quality",

Available at SSRN.

John, K. and Knyazeva, A.,( 2006)," Payout Policy, Agency Conflicts and Corporate Governance", Working paper, New York University and University of Rochester.

Kouki, M. & Guizani, M. ,(2009), "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market", *European Journal of Scientific Research*, Vol. 25, PP. 42-53.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. and Vishny, R. W. ,(2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, Vol. 55,PP. 1–33.

Lehn, K., & Poulsen, A. ,(1989), "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions", *Journal of Finance*, Vol. 44, No. 3,PP.771–788.

Lintner, J. ,(1956)," Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and taxes", *American Economic Review*, Vol. 46, PP. 97-113.

Liu, W. ,(2002)," Do Dividends Substitute for The External Corporate Governance? A Cross-Country Dynamic View", Kelley School of Business.

Mitton, T.,(2004), "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets", *Emerging Markets Review*, Vol. 5,PP. 409- 426.

O'Connell, V. and Cramer, N. ,(2010), "The Relationship between Firm Performance and Board Characteristics in Ireland", *European Management Journal*, Vol. 28,PP. 387–399.

Renneboog, L. and Trojanowski, G. ,(2007)," Control Structures and Payout Policy", *Managerial Finance*, Vol. 33, No. 1,PP. 43–64.

Wiberg, D. ,(2008), "Ownership, Dividends, R&D and Retained Earnings are Institutional Owners Short-term Oriented?" Working Paper, The Royal Institute of technology, Centre of Excellence for Science and Innovation Studies (CESIS).<http://www.cesis.se>.