فصلنامه علمی پژوهشی
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت
سال دهم / شماره ۳۷/ بهار ۱۴۰۰

تبیین تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران

نیما افسری
دانشجوی دکتری تخصصی گروه مدیریت مالی ،واحد امارات دانشگاه آزاد اسلامی ،دبی ،امارات متحده عربی
Nima_nima198@yahoo.com

تقی ترابی
دانشیار دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران
ttttorabi@gmail.com

هاشم نیکو مرام
استاد تمام - واحد علوم وتحقیقات دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران
nikoomaram@srbiau.ac.ir

رویا دارابی
دانشیار، دانشکده حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب،تهران ، ایران
Roya.darabi@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۸/۱۱/۱۹ تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۱/۲۰

چکیده

در این مقاله به تبیین تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. روش تحقیق از نوع توصیفی کاربردی و به لحاظ هدف از نوع تحلیلی و از نظر فرآیند و روش جمع آوری و تحلیل داده‌ها جزو تحقیقات کمی بود. جامعه‌ی آماری پژوهش کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بودو نمونه‌ی آماری تحقیق متشکل از ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بودند. داده های تحقیق از طریق صورت‌های مالی و اسناد و مدارک حسابرسی‌شده‌ی سالانه‌ی شرکت‌ها و گزارش‌های سالانه بورس در دوره زمانی ۵ ساله ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ از بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز و نرم‌افزار ره‌آوردنوین گردآوری شده است. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از آزمون رگرسیون چندمتغیره استفاده شد. نتایج تحقیق نشان داد: ۱) تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیرگذار است. ۲) نسبت مدیران غیرموظف بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تأثیر معنادار نداشته است. ۳) میانگین سهام اعضای هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیرگذار است. ۴) مالکیت دولت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیرگذار است. ۵) میزان سهام بزرگترین سهامدار شرکت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیرگذار است. ۶) میزان سهام دومین سهامدار بزرگ شرکت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیر معنادار نداشته است. ۷) میزان سهام شناور شرکت در بازار بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیرگذار است.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، سیاست تقسیم سود، بورس اوراق بهادار تهران.

۱- مقدمه

به طور کلی، حاکمیت شرکتی موضوع جدید در متون محسوب می شود. این امر از رسوایی های شرکت های بزرگ در سراسر جهان و بحران اخیر در بازارهای مالی ناشی شده است. سلب مالکیت منابع توسط مدیران پردرآمد و رفتار ریسک پذیری آن ها ، انگیزه بسیاری از مطالعات در مورد حاکمیت شرکت ها در بازارهای مالی را فراهم نموده است. بوبکری[۱](۲۰۱۳) گزارشی از متون در مورد ماهیت حاکمیت شرکت ها ارائه نموده است. بیشترین تمرکز بر روی چندین ساز و کار حاکمیت شرکتی مانند ترکیب هیئت مدیره، جبران خسارت مدیر عامل و ساختار مالکیت است. در مورد تأثیر چنین ساز و کارهایی در مطالعات متعددی نیز بحث شده و از سویی مسیر تحقیقات آتی نیز مشخص شده است(دیانگ و هرینگتون[۲]، ۲۰۱۴).

در واقع، حاکمیت شرکتی مجموعه ساز و کارهای هدایت و کنترلی درون‌سازمانی و برون‌سازمانی می‌باشد که تعادل مناسب و معقولی میان حقوق صاحبان سهام از یک سو و نیازها و اختیارهای هیئت‌مدیره از سوی دیگر برقرار می‌نماید. سیستم حاکمیت شرکتی توزیع حقوق و مسئولیت‌های ذی‌نفعان مختلف شرکت‌ها اعم از مدیران، کارکنان، سهامداران و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی که از فعالیت‌های شرکت تأثیر پذیرفته و بر آن اثر می‌گذارند، مشخص می‌کند. این سیستم قوانین و رویه‌هایی جهت تعیین فرآیندهای تصمیم‌گیری در شرکت اعم از هدف‌گذاری، تعیین ابزارهای رسیدن به اهداف و طراحی سیستم‌های کنترلی را معین می‌کند. مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی باعث کاهش مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها می‌شود. کیفیت این ساز وکارها امری نسبی بوده و از شرکتی به شرکتی دیگر متفاوت است و فرض می‌شود که در کلیه مراحل ارزش‌آفرینی در شرکت وجود داشته است (پایوت[۳]، ۲۰۰۷؛ احمدپور و همکاران، ۱۳۸۹).

از سوی دیگر، موج رسوایی‌ها و فروپاشی‌های مالی شرکت‌ها و مؤسسات بزرگ مانند انرون، آرتوراندرسون و ورلدکام در شروع قرن ۲۱ بیان‌گر شواهدی از رویه‌های تجاری غیراخلاقی و غیرمسئولانه از جنبه اجتماعی است. هم‌چنین فرآیند جهانی شدن، قدرت شرکت‌ها را افزایش داده و شرکت‌ها با افزایش فشار از طرف جامعه برای برخورداری از یک نگرش وسیع‌تر به اهداف و فعالیت‌هایشان در ابعاد اجتماعی و محیطی مواجه هستند. فشار برای رفتار مسئولانه‌تر واحدهای تجاری به یک معمای جدید برای تصمیم‌سازی شرکت‌ها در مقایسه با روش متداول با رویکرد صرفه اقتصادی در راستای حداکثرسازی سود و ارزش‌آفرینی تبدیل شده است (حساس‌یگانه و برزگر، ۱۳۹۳). امروزه تأثیر شرکت‌ها بر جامعه یک دغدغه جهانی تلقی گردیده و انتظارات ذی‌نفعان از نقش واحدهای تجاری در جامعه در حال افزایش است. رهنمودها، اصول و قوانین و مقررات برای رفتار شرکت‌ها در جامعه نیز به دنبال افزایش تقاضا برای شفافیت و پاسخ‌گویی هم درباره عملیات شرکت و هم اثرات این عملیات بر جامعه در حال توسعه است و شرکت‌ها به‌طور اختیاری یا الزامی گزارش‌های خود را در خصوص عملکردشان در ابعاد اجتماعی، اخلاقی و محیطی تحت عناوین مختلفی منتشر می‌کنند و روند این مقوله گزارشگری روزبه‌روز در حال افزایش است.

افزون بر این، سیاست تقسیم سود سهام تصمیمی است مبنی بر این که آیا سود حاصل از شرکت به عنوان سود سهام بین سهامداران توزیع می شود یا در قالب سود باقی مانده برای تأمین اعتبار سرمایه گذاری در آینده حفظ خواهد شد. در صورتی که شرکت تصمیم بگیرد سود را به عنوان سود تقسیمی توزیع کند، باعث می شود سود باقیمانده کاهش یابد و بیشتر منابع مربوط به کل بودجه داخلی یا تأمین اعتبار داخلی را کاهش دهد. برعکس، در صورتی که شرکت مجبور باشد سود خود را حفظ نماید، توانایی تشکیل صندوق داخلی نیز بیشتر خواهد شد (سارتونو[۴]، ۲۰۰۸). کورن[۵](۲۰۰۵) بیان نموده که نسبت سود پرداخت سود سهام ، میزان سود سهام پرداخت شده نسبت به سود خالص یا سود هر سهم است. از سویی، برخی از عوامل مهم که بر سیاست سود سهام تأثیر می گذارد از جمله در دسترس بودن بودجه، فرصت های سرمایه گذاری متعلق به شرکت و ترجیح سرمایه گذاران به سود سهام یا سود سرمایه است، به این مفهوم که سرمایه گذاران درآمد را به عنوان سود سهام یا سود سرمایه ترجیح می دهند(کاسواندو و خاریسما[۶]، ۲۰۱۲). در واقع، یکی از اطلاعاتی که سرمایه گذاران هنگام تصمیم گیری در خصوص خرید یا فروش سرمایه‌گذاری به آن توجه می‌کنند، میزان سود تقسیم شده به وسیله شرکت است. هر سرمایه‌گذار با توجه به مطلوبیت و هدف‌های خود در سهام شرکتی سرمایه‌گذاری می‌کند که با اهدافش منطبق باشد (مهدوی و رضایی، ۱۳۹۲).

همچنین، در طول سالیان گذشته توجه روبه رشدی به اهمیت ویژگی های حاکمیت شرکتی مختلف به عنوان ابزار نظارتی به منظور کنترل اختیار مدیران شامل گزارشگری مالی اختیاری آن‌ها وجود داشته است. بیشتر سرمایه گذاران و مقامات قانونی اعتقاد دارند که ویژگیهای مختلف حاکمیت شرکتی به حفظ منافع سهامداران کمک می‌کند و هرگونه تضاد منافع بین آن‌ها و مدیریت را کاهش می‌دهد (دارمان[۷]، ۲۰۰۵). اما اهمیت بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و

سیاست تقسیم سود بدان جهت است که می‌توان با شناسایی این روابط به ترکیب بهینه‌ای در ساختار مالکیت شرکت دست یافت که، ۱) منافع تمامی ذینفعان و سهامداران را برآورده می‌نماید، ۲) ترکیب بهینه‌ای جهت نظارت بر شرکت فراهم می نماید، ۳) تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت را کاهش می‌دهد و با انتخاب هزینه سرمایه مناسب، ثروت سهامداران را حداکثر می‌سازد (سولومون و سولومون[۸]، ۲۰۰۴). از سوی دیگر با اینکه در نظریه عاملیت (نمایندگی) مفهوم کنترل در کاهش واگرایی موجود در میان منافع سهامداران و مدیریت سازمان از جمله کارسازترین ابزارهای حاکمیت سازمانی به شمار می‌رود، اما به دلیل آنکه عمده وظایف هیات مدیره به کنترل اقدامات غیرهمسوی مدیران با منافع شرکت معطوف می‌گردد، برنامه‌ریزی‌های آینده‌نگرانه‌ی شرکت از جانب هیات مدیره‌ها ممکن است مورد کم‌توجهی قرار گیرند (مک‌نایت و ویر[۹]، ۲۰۰۹). در واقع، مطالعات بیانگر آن است که مشکل نمایندگی عامل مهمی در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها به شمار می‌رود. براساس نظریه نمایندگی، اغلب از مدیران انتظار می‌رود، فعالیت‌هایی را انجام دهند که برای سهامداران پرهزینه باشد و حتی قراردادهای بین مدیران و شرکت‌ها نیز نمی‌تواند مانع از فعالیت‌های فرصت‌طلبانه مدیران شود؛ بنابراین، سهامداران فاقد قدرت کنترل، به ساختاری برای نظارت نیازمند هستند (بهانج و برین[۱۰]، ۲۰۰۸).

از سوی دیگر در سال‌های اخیر، پژوهش‌های فراوانی در مورد حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود انجام شده است. اهمیت این قبیل مطالعات به این دلیل است که امروزه حفظ منافع عمومی، رعایت حقوق سهامداران، ارتقای شفافیت اطلاعات و الزام شرکت‌ها به ایفای مسئولیت‌های اجتماعی از مهم‌ترین آرمان‌هایی است که بیش از گذشته، توسط مراجع مختلف نظارتی و اجرایی مورد توجه قرارگرفته است. تحقق این آرمان‌ها مستلزم وجود ضوابط استوار و سازوکارهای اجرایی مناسب است که مهم‌ترین آنان نظام راهبری بنگاه یا حاکمیت شرکتی است. حاکمیت شرکتی بیش از هر چیز، حیات شرکت را در درازمدت هدف قرار داده است و در این راستا سعی دارد تا از منافع سهامداران در مقابل مدیران شرکت‌ها پشتیبانی و از انتقال ناخواسته ثروت میان گروه‌های مختلف و تضییع حقوق عموم و سهامداران جزء جلوگیری کند. وجود یک نظام راهبری مناسب می‌تواند به تحقق استقلال حسابرسان مستقل به معنای واقعی آن کمک کند و منجر به ایجاد فضای شفاف اطلاعاتی شود تا در سایه آن بازیگران عرصه اقتصادی تصمیمات آگاهانه‌تری را اتخاذ کنند. امروزه در اهمیت و جایگاه حاکمیت شرکتی برای موفقیت شرکت‌ها تردیدی نیست چرا که این موضوع با توجه به رخدادهای سال‌های اخیر و بحران‌های مالی شرکت‌ها اهمیتی بیش از پیش یافته است. بررسی علل و آسیب‌شناسی فروپاشی برخی از شرکت‌های بزرگ که زیان‌های کلانی به ویژه برای سهام‌داران داشته است مشخص نمود ناشی از ضعف سیستم‌های حاکمیت شرکتی آنان بوده است. تحقیقات نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی می‌تواند باعث ارتقاء استانداردهای تجاری شرکت‌ها، تشویق، تأمین و تجهیز سرمایه‌ها و سرمایه‌گذاران و بهبود امور اجرایی آنان گردیده و یکی از عناصر اصلی در بهبود کارایی اقتصادی شرکت‌هاست چرا که ناظر بر روابط سهام‌داران، هیئت‌مدیره، مدیران و سایر ذی‌نفعان آنان است(شورورزی و همکاران، ۱۳۹۴). از سوی دیگر، سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در مدیریت مالی و حسابداری است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود(بیکر و پاول[۱۱]، ۲۰۰۵). با توجه به مطالب ارائه شده، پرسش اصلی این پژوهش آن است که آیا ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها تاثیرگذار است؟ در نهایت، دستاوردهای علمی این مطالعه را می توان به شرح زیر بر شمرد :

نخست آن که این مطالعه می تواند موجب بسط مبانی نظری تحقیقات گذشته در حوزه حسابداری شود. دوم آن که شواهد این مطالعه می تواند اطلاعات سودمندی در اختیار قانون گذاران ، سیاست گذاران و سازمان بورس اوراق بهادار قرار دهد. در نهایت، این پژوهش می تواند ایده های جدیدی به منظور انجام مطالعات آتی به دانشجویان، پژوهشگران و استادان رشته حسابداری ارائه نماید. در ادامه ساختار مقاله به این شکل است: ابتدا مبانی نظری پژوهش ارائه می‌شود، سپس پیشینه پژوهش، روش شناسی پژوهش و یافته های پژوهش بیان می‌شود و در نهایت، بحث و نتیجه‌گیری ارائه می‌گردد.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۲-۱- حاکمیت شرکتی

به‌طورکلی تعاریف نظام حاکمیت شرکتی درمتون علمی دارای ویژگی‌های مشترک و معینی هستند که یکی از آن‌ها پاسخگویی است. تعاریف محدود نظام حاکمیت شرکتی متمرکز بر قابلیت‌های سیستم قانونی یک کشور برای حفظ حقوق سهامداران اقلیت می‌باشند. این تعاریف به‌طور اساسی

برای مقایسه‌ی بین کشوری مناسب هستند و قوانین هر کشور نقش تعیین‌کننده‌ای در سیستم نظام حاکمیت شرکتی دارد.

تعاریف گسترده‌تر نظام حاکمیت شرکتی بر سطح پاسخگویی وسیع‌تری نسبت به سهامداران و دیگر ذی‌نفعان تأکید دارند و نشان می‌دهند که شرکت‌ها در برابر کل جامعه، نسل‌های آینده و منابع طبیعی (محیط‌زیست) مسئولیت دارند (حسن ملکی و همکاران، ۱۳۹۲).

مطابق با تعریف صندوق بین‌المللی پول و سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، حاکمیت (راهبری) شرکتی عبارت از «ساختار روابط و مسئولیت‌ها در میان یک گروه اصلی شامل سهامداران، اعضای هیأت مدیره و مدیر عامل برای ترویج بهتر عملکرد رقابتی لازم جهت دستیابی به هدف‌های اولیه مشارکت» می‌باشد (به نقل از آقاجانی کهکی، ۱۳۹۰).

به طور کلی، حاکمیت شرکتی چهارچوب نهادی است که تقسیم و اعمال قدرت در شرکت را تعیین می کند. بنابراین ، «قدرت» مفهوم اصلی در حاکمیت شرکتی است. این تعریف حاکی از آن است که وقتی افراد در اختیار نهادها قرار می گیرند، نهادها در درجه نخست قراردادها را تشکیل می دهند و شرکت ها باید برای چگونگی عملکرد صحیح و نه تنها کارامد به یک چارچوب نهادی متکی باشند. به طور خاص، این موضوع باید در چارچوب حاکمیتی باشد، عملی که مبتنی بر اقتدار و حکم باشد یا به عبارت دیگر قدرت باشد(لیچت[۱۲]، ۲۰۱۳). در واقع، حاکمیت شرکتی مفهومی است که اخیر معرفی شده است. تا اواخر دهه ۱۹۸۰ ، تمایز و تقسیم کار بین حقوق شرکت ها و امور مالی شرکت ها وجود داشت. قانون شرکت ها با شرکت ها مرتبط با شرکت هاست و تامین مالی شرکت ها با شرکت ها ارتباط دارد. محققان حقوق شرکت به ندرت قانون اقتصادی را نادیده می گرند، و اقتصاددانان مالی با قاطعیت این قانون را نادیده گرفته اند. در دهه ۱۹۸۰ ، مدیریت شرکت به عنوان مفهوم یکپارچه ظهور نمود و یک موضوع بین رشته ای از دانش به عنوان بازار کنترل شرکت در ایالات متحده شدت گرفت. حاکمیت شرکتی در طول دهه ۱۹۹۰، در کنار تحولات مختلف، واقعاً جهانی شد. نخست، اجرای اصلاحات ساختاری بازارسازی در کشورهای شوروی سابق. دوم ، بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷؛ سوم ، تلاش های مداوم اتحادیه اروپا برای ادغام بازار سرمایه. سرمایه گذاران نهادی در طی این دهه به بحث های فراوانی پرداختند. حاکمیت شرکتی آمریکا در دهه ۲۰۰۰ مجدداً بر صحنه حاکم شد، و با آغاز فاجعه انرون در سال ۲۰۰۲ و با بحران مالی سال ۲۰۰۸ که حاکی از حاکمیت شرکت نیز بود ، پایان یافت. در حقیقت، حاکمیت شرکتی، به همان اندازه که می خواهد یک چارچوب نهادی باشد، نمایانگر یک تلاش فکری است. تحولات معاصر دیگر در شکل دادن به درک این مفهوم، به معنای افزایش علاقه به «حکمرانی» است. حاکمیت، بدون اصلاح شرکت، اعمال قدرت برای منافع مشترک است. این مفهوم، موضوعات بسیاری از جمله حاکمیت قانون، عدم وجود فساد و حمایت از حقوق مالکیت را مطرح می کند که اغلب تحت عنوان «نهادهای خوب» یا به سادگی «نهادها» مطرح می شوند(نرث[۱۳]، ۱۹۹۰؛ ویلیامسون[۱۴]، ۲۰۰۰). که به نوبه خود ، سیاست گذاری توسط موسسات مالی بین المللی را بیان می نماید. حاکمیت شرکتی در مورد تنظیم نهادی با قدرت به منظور حمایت از حقوق مصوب اجتماعی در شرکت می باشد(لیچت، ۲۰۱۳).

همچنین، باید اذغان نمود که حاکمیت شرکتی در مفهوم کلی به ساختارها و فرایندهای تصمیم گیری، پاسخگویی و رفتار در صدر سازمان (اعم از دولتی، حکومتی، خصوصی، انتفاعی، غیرانتفاعی و...) می‌پردازد (پن و همکاران[۱۵]، ۲۰۱۵). بنابراین هدف از اعمال حاکمیت شرکتی اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذینفعان مختلف فراهم می‌آورد.

تحقیقات تجربی سالمون و سالمون (۲۰۰۴) مؤید این دیدگاه است که عملکرد مالی شرکت‌ها با اعمال حق مالکیت شرکتی آن‌ها رابطه مثبتی دارد و مدیران بهتر، موجب نظام حاکمیت شرکتی بهتری می‌شوند و به ذی‌نفعان خود توجه می‌کنند. همچنین، مدیران بهتر شرکت‌ها را مؤثرتر کنترل و بازده مالی بیشتری را تولید می‌کنند. منتقدان این دیدگاه بر این باورند که نظام حاکمیت شرکتی با تمرکز به ذی‌نفعان، موضوعی اخلاقی است. در دنیای واقعی بعید است که سوداگران و سرمایه‌گذاران به انجام اعمال اخلاقی، علاقه‌مند باشند مگر اینکه بازده‌های مالی مناسبی از انجام این کار عایدشان شود (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

از سوی دیگر، حاکمیت شرکتی طیف وسیعی از موضوعات مربوط به روش های هدایت و کنترل شرکت ها را توصیف می کند. این مفهوم ، به طور گسترده ای، سیستم ها و فرایندهای لازم برای اطمینان از پاسخگویی مناسب، مشروعیت و پذیرش در انجام فعالیت های سازمان است. به طور کلی، حکمرانی خوب شرکت ها شامل قضاوت مدیریت است و در اصل ماهیت داوطلبانه دارد. با این حال ، برخی از زمینه ها وجود دارد ، که پیروی از آن اجباری است یا به عنوان شرط ادامه عضویت در یک نهاد خاص، یا در نتیجه یک قانون خاص باید رعایت گردد(تورنر[۱۶]، ۲۰۰۹).

اهداف نظام حاکمیت شرکتی به‌صورت زیر خلاصه می‌شود:

- افزایش ارزش سهامداران
- محافظت ازمنافع سهامداران وسایر ذی‌نفعان شامل مشتریان، کارکنان وعموم جامعه بطور کل
- اطمینان از شفافیت و یکپارچگی در تبادل اطلاعات و قابلیت دسترسی به اطلاعات کامل، صحیح و شفاف برای کلیه ذی‌نفعان
- اطمینان از پاسخگویی راجع به عملکرد و دستیابی به امتیازاتی در کلیه سطوح
- هدایت شرکت با بالا ترین سطح استاندارد به منظور رقابت با دیگران (نجفی، ۱۳۹۴).

۲-۲- سیاست تقسیم سود

به طور کلی، بحث پیرامون سیاست تقسیم سود سهام به طور سنتی این سؤال را ایجاد نموده است که با توجه به این که معایب مالیاتی سود سهام زیاد است، به چه دلیل شرکت ها سود سهام را پرداخت می کنند. اما در کشورهایی که حمایت از سرمایه گذاران ضعیف است، یک سوال اساسی تر در مورد سیاست سود سهام ممکن است از اهمیت بیشتری برخوردار باشد: با توجه به این که فضای قانونی و سازوکارهای حاکمیتی شرکت های تک مالکی از سرمایه گذاران به میزان کمتری حمایت می نمایند ، سهامداران چگونه می توانند امیدوار به دریافت سود سهام از شرکت ها باشند؟ در این مورد، نظریه نمایندگی نشان می دهد که سهامداران خارجی نسبت به دریافت سود سهام باقی مانده از اولویت برخوردارند. به دلیل این که سهامداران داخلی ممکن است پول نقد نگهداشته شده در شرکت را تباه نمایند(میتون[۱۷]، ۲۰۰۴). در این مورد، اگر سهامداران خطر بیشتری برای سلب مالکیت توسط سهامداران داخلی را درک نمایند، این ترجیح برای سود سهام ممکن است در بازارهای نوظهور با حمایت ضعیف از سرمایه گذاران حتی قوی تر باشد. لاپرتا[۱۸](۲۰۰۰) نشان داده، در کشورهایی که حمایت حقوقی قوی تری از سهامداران اقلیت وجود دارد، به طور متوسط پرداخت سود سهام بیشتر است. در صورتی که حمایت از سهامداران اقلیت تأثیر مثبتی در پرداخت سود سهام داشته باشد، حمایت از سهامداران باید به تشریح تفاوت های سطح کشورها در پرداخت سود سهام و همچنین در سطح شرکت ها کمک نماید. در واقع، در حالی که حمایت از سرمایه گذاران در سطح کشور عامل مهمی در جلوگیری از سلب مالکیت است، حاکمیت شرکتی در سطح شرکت می تواند از اهمیت برابر یا بیشتر برخوردار باشد و شیوه های مدیریت شرکت می تواند حتی در بین شرکت های یک کشور که تحت همان حاکمیت قانونی فعالیت می کنند، بسیار متفاوت باشد(میتون، ۲۰۰۴).

ذکر این نکته حائز اهمیت است که قوانین کشورها یا شیوه های مدیریت شرکت به سهامداران اقلیت به طور کلی حق بیشتری را می بخشد، که از این حقوق ممکن است برای تأثیرگذاری بر سیاست سود سهام استفاده شود. به عنوان نمونه ، شواهد نشان داده اند که شرکت های روسی معمولاً علیرغم وجود یک سیستم قانونی که برای تعیین یا اجرای استقلال هیئت مدیره کمک می کند ، مدیران مستقلی را برای هیئت مدیره های خود انتخاب می نمایند (نیکولسون [۱۹]، ۲۰۰۳). به عنوان نمونه، مارک موبیوس که در سال ۲۰۰۲ به عنوان مدیر مستقل در هیئت مدیره شرکت ال یوکیل [۲۰] روسیه انتخاب شد، بعداً به نمایندگی از سهامداران عمل نمود تا سیاست حداقلی سود سهام را پیشنهاد دهد که هیئت مدیره ال یوکیل در سال ۲۰۰۳ تصویب نماید (انجمن حمایت از سرمایه گذاران[۲۱]، ۲۰۰۳).

همچنین، پن و همکاران (۲۰۱۵) معتقدند آن چه در بحث حاکمیت شرکتی اهمیت دارد، سیاست سرمایه گذاری شرکت است و سود تقسیمی صرفاً باقیمانده بین درآمدها و سرمایه گذاری‌هاست و بنابراین به ارزش آفرینی برای شرکت منجر نمی‌شود. البته از دیرباز نتایج تحقیقات تجربی نشان داده است که هم مدیران و هم بازار، به سیاست سود تقسیمی اهمیت می‌دهند چراکه ارزش شرکت‌ها به طور سازگار با سیاست‌های سود تقسیمی تغییر می‌کند (انگینر و همکاران[۲۲]، ۲۰۱۸).

افزون بر مطالب ارائه شده، در صورتی که از سهامداران به خوبی حمایت شود، اگر این باور وجود داشته باشدکه شرکت فرصت های سرمایه گذاری خوبی برای کسب وجه نقد مازاد در اختیار دارد، سهامداران پرداخت سود سهام بالاتر را ترجیح نمی دهند. در واقع ، لاپرتا و همکاران (۲۰۰۰) دریافتند که در کشورهایی که سرمایه گذاران از حمایت قوی برخوردار هستند ، رابطه منفی قوی تری بین فرصت های رشد و پرداخت سود سهام وجود دارد. به این مفهوم که ، به نظر می رسد ، هنگامی که سهامداران درک کنند که از حقوق آنان به خوبی حمایت می شود، تمایل دارند که شرکت هایی که از فرصت های رشد خوبی برخوردارند ، وجه نقد را حفظ کنند ، با این اطمینان که بعداً در بازپرداخت ها از پروژه های خوب سهم خواهند گرفت.در مقابل ، اگر سهامداران بدانند که حمایت از سرمایه گذار ضعیف است، ممکن است در تمایل به سود سهام ، دچار بی حوصلگی شوند و سعی کنند قبل از سلب مالکیت ، هر آن چه که می توانند بدون در نظر گرفتن فرصت های رشد

شرکت ، دریافت نمایند. مکمل یافته های لاپرتا و همکاران (۲۰۰۰)، میتون(۲۰۰۴) دریافته است که شرکت هایی که حاکمیت شرکتی قوی تری دارند نیز رابطه منفی قوی تری بین سود سهام و فرصت های رشد نشان می دهند. به عبارت دیگر، الگوی پرداخت سود سهام در بین شرکت های دارای حاکمیت شرکتی مناسب ، مفهوم بیشتری پیدا نموده است.

تئوریها در این زمینه به قدری متفاوت و بعضاً متضاد است که در برخی از متون مدیریت مالی از آن به عنوان معمای پرداخت سود سهام نام می‌برند (بیگ زاده عباسی و همکاران، ۱۳۹۵).

سیاست تقسیم سود می‌تواند نشان دهنده واقعی و منصفانه بودن یا نبودن نتایج عملکرد مالی باشد. درواقع، مدیران زمانی به پرداخت سود تمایل نشان می‌دهند که از دستکاری نشدن سودها اطمینان حاصل نموده و کاهش سودهای تقسیمی در آینده (پایدارنبودن سود) غیر محتمل باشد. به این ترتیب سودهای تقسیمی نه‌تنها علامتی برای پرداخت سودها در آینده، بلکه علامتی برای کیفیت سود با درجه کمتری از دستکاری می‌باشد (برونزل و همکاران[۲۳]، ۲۰۱۴).

سود تقسیمی یک شیوه نظارتی مدیریتی است که در آن مدیران برای کمک به خود، کمتر سود را دستکاری می‌کنند. از طرف دیگر با پرداخت مرتب و افزایشی سود، سرمایه‌گذاران به کیفیت سودهای گزارش‌شده پی خواهند برد (نهاری و رازدار، ۱۳۹۶).

علاه بر مطالب ارائه شده در این بخش، باید اشاره نمود، تئوری نمایندگی[۲۴] یا نظریه عاملیت یکی از پرکاربردترین و در عین حال پرسابقه‌ترین نظریه‌هایی است که در حوزه مدیریت و رهبری قابل طرح است. نظریه عاملیت بر این نکته اساسی متمرکز است که واگذاری اختیار به هر فردی علاوه بر مخاطراتی که به همراه خواهد داشت، با تعارض بالقوه‌ای در منافع نیز همراه است. در این نظریه نقش عمده هیات مدیره کاهش واگرایی بالقوه در منافعی است که بیشتر از سوی سهامداران و مدیریت سازمان مد نظر قرار می‌گیرد. در نظریه عاملیت مسأله قابل توجه دیگر، پنهان سازی اطلاعات است که اطلاعات از عاملی یا مجموعه‌ای از مدیران سازمان پنهان نگاه داشته خواهد شد. هیات مدیره در این نظریه می‌بایست با کاهش هزینه عاملیت، تلاش خود را در حفظ و پاسداشت از سرمایه گذاری‌های سهامداران شرکت به حداکثر برساند (مک-نایت و ویر[۲۵]، ۲۰۰۹). مهمترین تاکید نظریه عاملیت بر نقش مدیران در تدوین سیاست سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی است. آنها بر این باورند که در قالب این نظریه سهم استراتژیک هیات مدیره رو به فزونی نهاده و میزان مشارکت هیات مدیره در تعیین رسالت سازمان، توسعه استراتژی سازمانی و تعیین خط مشی‌های اجرایی در اجرا و کنترل اثربخش استراتژی افزایش خواهد یافت (سینگ و دیویدسون[۲۶]، ۲۰۰۳).

۳-۲-پیشینه‌ی تحقیق

پاهی و یاداو[۲۷](۲۰۱۹) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود سهام شرکت ها پرداخته اند. مدل های مختلف رگرسیون لاجیت و پروبیت برای ۴۸۲ شرکت پذیرفته شده شده در طی سال های ۲۰۰۷-۲۰۰۶ برآورد شده است. یافته ها نشان داده اند که شرکت هایی که دارای حاکمیت شرکتی قوی تر هستند ، تمایل به پرداخت سود سهام بالاتر دارند که نشان می دهد تمایل شرکت به پرداخت سود سهام با بهبود استانداردهای حاکمیت شرکتی افزایش می یابد. در میان ساختار هیئت مدیره شاخص های مدیریت شرکت ، کمیته حسابرسی و هنجارهای افشا رابطه مثبت و معنادار را نشان داده اند.

الماگری و همکاران[۲۸](۲۰۱۷) به بررسی میزان تأثیرگذاری ویژگی های هیئت مدیره شرکت بر نسبت پرداخت سود سهام با استفاده از نمونه شرکت های کوچک و متوسط انگلستان از سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳ پرداخته اند. داده ها با استفاده از تکنیک های رگرسیون چند متغیره ، شامل برآورد اثرات ثابت ، اثرات تاخیر و رگرسیون حداقل مربعات دو مرحله ای ، تجزیه و تحلیل شده اند. نتایج نشان داده اند که اندازه هیئت مدیره ، تعداد دفعات جلسات هیئت مدیره ، تنوع جنسیت هیئت مدیره و اندازه کمیته حسابرسی با سطح پرداخت سود سهام رابطه معنی داری دارند. اندازه کمیته حسابرسی و اندازه هیئت مدیره با سطح پرداخت سود سهام تقسیم مثبت دارد ، در حالی که فراوانی جلسات هیئت مدیره و تنوع جنسیتی هیئت مدیره با سطح سود پرداخت سود سهام رابطه منفی معنی داری دارد. در مقابل ، این یافته ها نشان می دهد که استقلال هیئت مدیره و نقش اصلی مدیر عامل شرکت تأثیر معنی داری بر سطح پرداخت سود سهام ندارند.

نورالدین و کسیم[۲۹] (۲۰۱۷) در تحقیقی به بررسی نقش میانجیگری اثر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین عملکرد مالی و سیاست تقسیم سود، و تاثیر آن بر ارزش شرکت پرداخته‌اند. نتایج این مقاله نشان داد:۱) بین عملکرد مالی و سیاست تقسیم سود رابطه معنادار قوی وجود دارد. ۲) حاکمیت شرکتی عموماً نمی‌تواند میانجی مناسبی برای رابطه بین عملکرد مالی و سیاست تقسیم سود باشد. ۳) عملکرد مالی اثر قابل توجهی بر ارزش شرکت دارد. ۴) حاکمیت شرکتی عموماً

نمی‌تواند میانجی مناسبی برای رابطه بین ارزش شرکت و عملکرد مالی شرکت باشد. ۵) سیاست تقسیم سود تاثیری بر ارزش شرکت ندارد. ایکوندا و همکاران[۳۰] (۲۰۱۶) به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های حاضر در بورس نایروبی پرداخته‌اند. در این تحقیق از عامل‌های ترکیب هیأت مدیره، اندازه هیأت مدیره، حقوق سهامداران و وظایف اصلی مالکیت برای ارزیابی متغیر حاکمیت شرکتی انتخاب شده و سپس تاثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها با در نظر گرفتن عوامل فوق‌الذکر بررسی شده است. نتایج تحقیق نشان داد حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های حاضر در بورس تاثیر معنادار ندارد.

حیدری و جلالیان[۳۱] (۲۰۱۶) به مرور رابطه بین حاکمیت شرکتی و سیاست سود تقسیمی در شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. لذا از تعداد ۵۵۱ شرکت، ۷۳ شرکت به عنوان نمونه‌ی آماری انتخاب شده است. نتایج تحقیق نشان داده است که میان سیاست‌های سود تقسیمی با مولفه‌های حقوق سهامداران، به‌موقع بودن و آشنا بودن با حسابرس، رابطه منفی معناداری وجود دارد. قرار گرفته است. مولفه‌های ارزیابی متغیر حاکمیت شرکتی در این تحقیق عبارت بودند از درصد اعضای غیرموظف در هیأت مدیره، اندازه هیأت‌مدیره، مسئولیت دوگانه مدیرعامل، میزان سهام سرمایه‌گذاران نهادی، اندازه شرکت حسابرسی، کیفیت گزارشگری و جایگزینی حسابرس. نتایج تحقیق نشان داد بین درصد اعضای غیرموظف در هیأت مدیره، اندازه هیأت‌مدیره، مسئولیت دوگانه مدیرعامل، میزان سهام سرمایه‌گذاران نهادی، کیفیت گزارشگری و متغیر وابسته سیاست تقسیم سود رابطه‌ی معنادار وجود دارد اما بین اندازه شرکت حسابرسی و جایگزینی حسابرس و متغیر سیاست تقسیم سود رابطه‌ی معنادار وجود ندارد.

کوکی و گازانی[۳۲](۲۰۱۱) نقش حاکمیت شرکتی را در محدود نمودن مدیریت سود بر روی ۱۷۱ شرکت آمریکایی طی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۵ مورد بررسی قراردادند. نتایج بیانگر آن بوده است است که کمیته حسابرسی و تفکیک وظایف رئیس هیئت‌مدیره از مدیرعامل تأثیر بسزایی در کاهش سطح مدیریت سود دارد. ازینه[۳۳] (۲۰۱۱) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد قیمت سهام پرداخته است. شواهد این تحقیق نشان داده که مدیران غیر موظف در کنترل و نظارت بر مدیریت نقش دارند. ازینه همچنین بیان نموده که اندازه شرکت و ساختار رهبری شرکت رابطه معکوسی با عملکرد قیمت سهام دارند. این تحقیق رابطه معنی‌داری بین مدیران غیر اجرایی و عملکرد شرکت یافت نکرده است. دموری و ایزدی(۱۳۹۸) به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت به عنوان یک سازوکار داخلی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود پرداخته اند. به علاوه در این پژوهش از متغیر رقابت بازار محصول به عنوان یک معیار بیرونی حاکمیت شرکتی جهت تعدیل رابطه بین این دو متغیر استفاده شده است. به منظور دستیابی به این هدف، تعداد ۷۰ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نتایج بررسی‌های پژوهش نشان داده اند که شرکت‌های با تمرکز بالا در مالکیت، سود نقدی بیشتری را بین سهامداران خود تقسیم کرده‌اند که این تأثیر گذاری مثبت در محیط‌های رقابتی پایین بیشتر بوده است به بیان دیگر در محیط‌های کمتر رقابتی تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود بیشتر بوده است. رنگزن مقدم و لشگری(۱۳۹۷) به بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش تأثیر منفی سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداخته اند. در راستای این هدف، تعداد ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده‌اند. جهت اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی از مدل تعدیل شده دیچاو ودیچو (۲۰۰۲) توسط مک نیکلز (۲۰۰۲) استفاده شده است که مشابه تحقیق انجام شده توسط رامالین جیگودا و سان وانگ (۲۰۱۳) می‌باشد .یافته‌های پژوهش نشان داده اند که تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از ارزش شرکت، حاصل از فرصت‌های رشد می‌باشد، شدیدتر است. اما کیفیت گزارشگری مالی موجب کاهش تأثیر منفی سود نقدی سهام بر سرمایه‌گذاری نمی‌شود.

شورورزی و همکاران(۱۳۹۴) ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی بین ۱۵۱ شرکت را مورد بررسی قرار داده اند. در این پژوهش جهت برازش مدل تحقیق و کاهش خطا از رگرسیون خطی با ضرایب فازی استفاده شده است، همچنین با توجه به مقادیر خروجی فازی که مبهم و به صورت عدد فازی مثلثی متقارن است با استفاده از روش مرکز ثقل اقدام به نافازی سازی این خروجی شده است. بر اساس نتایج حاصل از این تحقیق فرضیه رابطه بین وجود اعضای غیر موظف در هیئت‌مدیره و وجود مالکان نهادی با عملکرد شرکت مورد تأیید قرار گرفته است، همچنین بین نقش دوگانه مدیرعامل و عملکرد شرکت ارتباط معنی‌داری مشاهده نگردیده است.

فتحی و همکاران(۱۳۹۲) به پژوهش به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت های پذیرفته شده دربورس

اوراق بهادار تهران است. با توجه به در نظر گرفتن محدودیت های نمونه آماری تعداد ۷۱ شرکت در طی سال های ۸۶ تا۹۰ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از این پژوهش، بیانگر این است که مکانیزم های حاکمیت شرکتی مبتنی بر ساختار مالکیت شامل درصد مالکیت سهام مدیران، مالکیت نهادی و ساختار هیات مدیره شامل درصد اعضای غیر موظف وحضور یکی از اعضا غیر موظف در ریاست هیات مدیره تاثیر معناداری بر نسبت پرداخت سود نقدی شرکت های مورد بررسی ندارند. روحی و همکاران(۱۳۹۰) به بررسی تاثیر ساز وکارهای نظام راهبری شرکتی نظیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت¬مدیره بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. نمونه مورد بررسی شامل ۱۰۶ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ می¬باشد. نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون داده¬های ترکیبی بیانگر آن بوده 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 هیأت‌مدیره و نسبت تقسیم سود نیز ارتباط معناداری یافت نشد.

در تحقیقات تجربی اکثر مدیران مهم‌ترین عوامل را به ترتیب، ثبات منافع و درآمدها و نیز سطح درامدهای جاری و آینده می‌دانند. از دیگر عوامل مهم مؤثر بر سیاست تقسیمی سود از دیدگاه مدیران می‌توان به اثر سود تقسیمی بر قیمت سهام و نیاز سهامداران به سود سهام اشاره کرد (ارکان و همکاران[۳۴]، ۲۰۱۶).

۳- روش تحقیق

روش تحقیق در این پژوهش از نوع توصیفی کاربردی، با روش همبستگی است و از نظر فرآیند و روش جمع‌آوری و تحلیل داده‌ها جزو تحقیقات کمی محسوب می‌شود. جامعه‌ی آماری تحقیق، کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۹۱ سهام آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده است. نمونه‌ی مورد استفاده متشکل از ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که شرکت‌های زیر به روش غربالی حذف شده‌اند:

۱) شرکت‌هایی که در طول دوره تحقیق به دلیل مسائلی از جمله پایین بودن حجم معاملات، پایین بودن سطح سهام شناور آزاد و ... از بورس اخراج شده‌اند.

۲) شرکت‌هایی که به دلیل عدم رعایت ضوابط بورس از جمله پایین بودن حجم معاملات، پایین بودن سطح سهام شناور آزاد، پایین بودن تعداد روزهای معاملاتی، پایین بودن سرمایه و سایر موارد به تابلو غیررسمی انتقال یافته‌اند.

۳) شرکت‌های زیان‌ده: هر شرکتی که در یک سال زیان عملیاتی داشته است، برای همان سال از نمونه حذف شده است.

۴) شرکت‌های سرمایه‌گذاری و دارای ساختار مالی: شرکت‌های سرمایه‌گذاری و دارای ساختار مالی عملیاتی نسبت به دیگر شرکت‌ها صورت‌های مالی و عملکرد عملیاتی متفاوتی دارند. ضمن آن که در تحقیقات پیشین این موضوع مورد تأکید بوده است.

مدل و فرضیات تحقیق

در این تحقیق، متغیر حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل، متغیر سیاست تقسیم سود به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. عوامل متغیر حاکمیت شرکتی عبارتند از:

۱) تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره

داشتن توازن قوا در بین اعضای هیات مدیره باعث می شودکه هیچ کس قادر به کنترل بی قید و شرط فرآیند تصمیم گیری در شرکت نباشد و تقسیم وظایف و مسولیتها در سطوح عالی شرکت باید بصورت روشن، مشخص شود و در کشور انگلیس حدود 90درصد از شرکتهای پذیرفته شده در بورس وظایف رئیس هیات مدیره و مدیر عامل ازیکدیگر تفکیک شده است و یک قانون به نام قانون جامع است که می گوید وظایف رئیس هیات مدیره و مدیر عامل، نباید بر عهده یک شخص واحد گذاشته شود. بر اساس مطالعات انجام شده یک وظیفه عمده هیئت مدیره نظارت بر عملکرد مدیریت باشد. بر اساس تئوری نمایندگی، برای استقلال هیئت مدیره از مدیریت، رئیس هیئت مدیره و بالاترین مقام اجرائی نبایدشخص واحدی باشند معیارهای حاکمیت مناسب ملزم می کنند که رئیس هیئت مدیره باید فردی به غیر از مدیر عامل باشد. شواهد نسبتاً کمی وجود دارد که آیا چنین تفکیکی بر اثر بخشی حاکمیت شرکتی مؤثر است یا خیر . این شواهد معمولاً اشاره می کنند که جدایی این دو نقش اثر با اهمیتی ندارد، یعنی منجر به عملکرد بهتر شرکت یا تصمیم گیری بهتر نمی شود(منصور و همکاران، ۲۰۱۳).

۲) نسبت مدیران غیرموظف

هیات مدیره شرکت ، نهاد هدایت کننده ای است کخ نقش نظارت بر کار مدیران اجرایی را به منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران بر عهده دارد . در گزارش کدبری توصیه شده که بین اعضای هیات مدیره ، توازن قوا وجود داشته باشد تا هیچ کس قادر به کنترل بی قید و شرط فرایند تصمیم گیری در شرکت نباشد . در شرکت های دارای ساز وکارهای مطلوب حاکمیت شرکتی از قبیل تفکیک وظایف و یا ترکیب بهینه ای از مدیران موظف و غیر موظف ؛ احتمالا نظارت موثرتری بر مدیریت صورت می گیرد.

۳) میانگین سهام اعضای هیأت مدیره

ادبیات موجود نشان می دهد که برخی ساختارهای هیات مدیره مشکلات نمایندگی را کاهش می دهد . متغیرهایی که معمولا برای بررسی کارآیی هیات مدیره به کار می رودند عبارتند : مالکیت سهام هیات مدیره ، نقش آفرینی توام یک فرد به عنوان مدیر عامل و رئیس هیات مدیره ، تعداد اندازه هیات مدیره و گنجاندن اعضای غیر موظف در هیات مدیره ؛ این متغیرها می توانند به میزان قابل توجهی بر روی ظرفیت هیات مدیره در انجام کارآمد وظایف نظارت و کنترل بر حقوق و مزایای اعضا تاثیر داشته باشند.

۴) میزان سهام بزرگترین سهامدار

روش های اندازه گیری عملکرد شرکت ها و یافتن راهکارهای کنترل عملکرد آنها که عموما به انواع مالکیت سهام شرکت ها مربط می شود ، مساله مهمی است که پرداختن به آن امکان توسعه ثروت و درآمد را افزایش می دهد . کسب حق مالکیت به وسیله مدیران و نظارت به وسیله سهامداران عمده بزرگ ، راهی است که به شکل بالقوه می تواند مشکلات نمایندگی را کاهش و ارزش موسسه را افزایش دهد .

۵) میزان سهام دومین سهامدار بزرگ شرکت

سهامداران بزرگ احتمالا می توانند از قدرت خود به منظور استخراج منافع شخصی ، از طریق کنترل هزینه های سهامداران اقلیت ، استفاده کنند .

۶) مالکیت دولت بر شرکت

برخی از اهداف مترتب بر اجرای برنامه خصوصی سازی شامل مواردی از قبیل ارتقای کارایی و بهره وری عوامل تولید در سطوح خرد و کلان، گسترش زمینه رقابت در فعالیتهای اقتصادی، نزدیک شدن به مرز تخصیص بهینه منابع، جذب منابع قابل سرمایه گذاری خصوصی در تأمین مالی فعالیتهای اقتصادی، تقویت بنیان مالکیت و مشارکت مردم در فعالیتهای اقتصادی، کاستن از بار مالی دولت و منطقی کردن اندازه فعالیتهای دولت در اقتصاد ملی است.

دلایل ذکر شده بیانگر این هستند که امروزه خصوصی سازی به طور جدی در بسیاری از کشورها به عنوان جایگزین گسترش مسئولیتهای دولت در تولید و توزیع کالاها و خدمات مدنظر می باشد.

۷) میزان سهام شناور شرکت در بازار

سهام شناور آزاد، یکی از مفهوم‌هایی است که فعالان بازار سرمایه با آن سروکار دارند. این پرسش که سهام شناور آزاد تا چه اندازه در حین معاملات یا تحلیل یک سهم به کار می‌آید، موضوعی است که در این مقاله به آن خواهیم پرداخت. به‌صورت کلی، سهام هر شرکت در بازار سرمایه، دو دسته سهامدار دارد؛ دسته اول سهامداران عمده یا راهبردی هستند که برای دوره‌ای بلندمدت روی شرکت سرمایه گذاری کرده‌اند. این افراد، شامل کلیه اشخاص حقیقی یا حقوقی می‌شوند که مالک بیش از پنج درصد از سهام آن شرکت هستند. دسته دوم، سایر سرمایه گذاران (اعم از کدهای حقیقی و حقوقی) هستند که به دلایل مختلف، بخشی از سهام قابل معامله شرکت در بازار را خریداری کرده‌اند (رجبی و همکاران، ۱۳۹۲).

سیاست سود تقسیمی (DPSt) یا سیاست تقسیم سود، سود سهام مصوب پرداخت شده به سهامداران در پایان سال مالی است و جهت ارزیابی آن از دو متغیر بازده سود تقسیمی و سود تقسیمی مجازی استفاده می‌شود.

فرضیات تحقیق

۱) تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیر معنی داری دارد.

۲) نسبت مدیران غیرموظف بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیر معنی داری دارد.

۳) میانگین سهام اعضای هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیر معنی داری دارد.

۴) مالکیت دولت بر شرکت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیر معنی داری دارد.

۵) میزان سهام بزرگترین سهامدار شرکت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیر معنی داری دارد.

۶) میزان سهام دومین سهامدار بزرگ شرکت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیر معنی داری دارد.

۷) میزان سهام شناور شرکت در بازار بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیر معنی داری دارد.

جهت آزمون فرضیات از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

نخست از معادله تقسیم سود تأخیری استفاده می‌کنیم:

$$DPSt=\alpha+\beta\ EPSt+\beta1\ EPSt-1+\beta2\ EPSt-2 + £t$$

(معادله ۱)

در این تحقیق سود تقسیمی (*DPSt*) تابعی از سود سال جاری (*EPSt*) است. لذا خواهیم داشت:

$$DPSt=\alpha+\beta\ EPSt + £t$$

حال در ارتباط با حاکمیت شرکتی و عوامل آن، مدل رگرسیون چندگانه زیر حاصل می‌شود:

$$DPSt=\alpha+ \beta0EPSt+ \beta1MSBD + \beta2OUT+ \beta3BDR + \beta4MAJ + \beta5SAJ+ \beta6GOVR + \beta7INDUS + \beta8GROW + \beta9SIZE+ \beta10LEV$$

(معادله ۲)

MSBD: تفکیک مدیر عامل از اعضای هیأت مدیره (اگر مدیرعامل شرکت شخصی غیر از اعضای هیأت مدیره باشد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود).

OUT: نسبت مدیران یا اعضای غیرموظف (عبارتست از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف در زمان مجمع عمومی عادی سالیانه بر کل اعضای هیأت مدیره).

BDR: میانگین سهام اعضای هیأت مدیره (استخراج از یادداشت‌های ضمیمه صورت‌های مالی شرکت‌ها)

MAJ: میزان سهام بزرگترین سهامدار شرکت (استخراج از یادداشت‌های ضمیمه صورت‌های مالی شرکت‌ها)

SAJ: میزان سهام دومین سهامدار بزرگ شرکت تا سهامدار بالای یک درصد (استخراج از یادداشت‌های ضمیمه صورت‌های مالی شرکت‌ها).

GOVR: میزان مالکیت دولت بر شرکت (اگر سهامدار عمده دولت، نهادها و شرکت‌های دولتی و شبه دولتی باشد، یک و در غیر این صورت صفر فرض می‌شود.

INDUS: میزان سهام شناور شرکت در بازار (در محاسبه سهام شناور آزاد، تعداد سهام متعلق به سهامداران عمده و نهادی از تعداد کل سهام موجود کسر می‌شود).

متغیرهای کنترلی

GROW: رشد شرکت (درصد تغییر دارایی‌های شرکت نسبت به سال قبل).

SIZE: اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها).

LEV: اهرم مالی (نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی‌ها).

۴- یافته‌های تحقیق

در این تحقیق آزمون فرضیه‌های تحقیق از آزمون همبستگی، آزمون t استیودنت و توزیع فیشر (توزیع F) و همچنین آزمون رگرسیون چندمتغیره با بهره‌گیری از نرم‌افزارهای Eviwes و SPSS استفاده است. برای انجام آزمون رگرسیون، مفروضاتی از قبیل نرمال بودن داده‌ها، وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و وابسته، یکسانی واریانس متغیرهای مورد مطالعه، نبود خودهمبستگی و نبودرابطه هم‌خطی بررسی شدند. لذا نخست به بررسی نرمال بودن یا نبودن توزیع داده‌های تحقیق پرداختیم. برای بررسی نرمال بودن داده‌ها از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف استفاده کردیم. طبق نتایج آزمون، سطح معنی‌داری برای متغیرهای تحقیق بیشتر از ۰/۰۵ بود بنابراین نتیجه گرفتیم داده‌ها دارای توزیع نرمال هستند. در مرحله‌ی بعد برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس از آزمون آرچ LM (ARCH) و وایت (White) برای مدل استفاده کردیم. مقدار احتمال آزمون‌ها کمتر از ۵ درصد بود. باتوجه به اینکه آمار این آزمون درسطح ۵ درصد معنادار نیست، بنابراین فرض همسانی رد شده و ناهمسانی واریانس مدل پذیرفته شد. سپس برای آزمون معنی‌داربودن روش اثرات ثابت از دو آزمون فیشر و هاسمن استفاده کردیم.

همانطور که در جدول ۲ نشان داده شده سطح معنی‌داری آزمون F کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۴) است. بنابراین فرض وجود رابطه خطی بین متغیر مستقل و وابسته و وجود رابطه خطی در مدل تحقیق تایید می‌شود.

جدول ۲) آزمون F جهت سنجش وجود رابطه خطی

شرح	مقدارآماره	احتمال
F-statistic	2.343728	0.004142

بررسی معنی‌دار بودن ضرایب مدل

جدول ۳) نتایج آزمون تحلیل رگرسیون ترکیبی

متغیرها	ضرایب	خطای معیار	آماره‌ی t	معناداری
MSBD	0.025507	0.029358	0.868837	0.0054
OUT	1.234764	0.065444	18.86738	0.9975
BDR	1.540086	4.787656	0.323865	0.0462
MAJ	0.000157	0.050521	0.003113	0.0001
SAJ	0.010314	0.035107	0.203614	0.0567
GOVR	1.002149	0.054965	1.36917	0.0000
INDUS	1.692731	1.561434	0.274153	0.0364
GROW	0.087451	0.452376	0.054138	0.0001
SIZE	0.025507	0.029358	0.868837	0.0054

LEV	0.997438	0.164320	2.73219	0.0031
C	33.02064	50.93272	0.648319	0.0173
ضریب تعیین	0.209614	آماره F		2.343728
ضریب تعیین تعدیل شده	0.004994	معناداری		0.004142
خطای معیار رگرسیون	62.55277	دوربین واتسون		1.876656

بررسی فرضیه‌ی اول :

در جدول ۳ مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره (MSBD) برابر ۰/۰۲۵ است و با توجه مقدار معنی‌داری ۰/۰۰۵۴ که کمتر از ۰/۰۵ است، نتیجه می‌گیریم ضریب برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار است. بنابراین فرضیه‌ی اول تحقیق مبنی بر تاثیر تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تایید می‌شود. همچنین مقدار ضریب تعیین متغیر نشان‌دهنده‌ی این است که حدود ۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست تقسیم سود در بورس تهران) توسط متغیر مستقل MSBD تبیین می‌شود.

بررسی فرضیه‌ی دوم:

در جدول ۳ مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر نسبت مدیران غیرموظف (OUT) برابر ۱/۲۳ است و با توجه مقدار معنی‌داری ۰/۹۹۷ که بزرگتر از ۰/۰۵ است، نتیجه می‌گیریم ضریب برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار نیست. بنابراین فرضیه‌ی دوم تحقیق مبنی بر تاثیر نسبت مدیران غیرموظف بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تایید نمی‌شود. نتایج این فرضیه با پژوهش نورالدین و کسیم (۲۰۱۷) همخوانی دارد .

نتایج این فرضیه با پژوهش ایکوندا و همکاران (۲۰۱۶) همخوانی دارد .

بررسی فرضیه‌ی سوم

در جدول ۳ مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر میانگین سهام اعضای هیأت مدیره (BDR) برابر ۱/۵۴ است و با توجه مقدار معنی‌داری ۰/۰۴۶ که کمتر از ۰/۰۵ است، نتیجه می‌گیریم ضریب برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار است. بنابراین فرضیه‌ی سوم تحقیق مبنی بر تاثیر متغیر میانگین سهام اعضای هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تایید می‌شود. همچنین مقدار ضریب تعیین متغیر نشان‌دهنده‌ی این است که حدود ۱۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست تقسیم سود در بورس تهران) توسط متغیر مستقل میانگین سهام اعضای هیأت مدیره تبیین می‌شود. نتایج این فرضیه با پژوهش حیدری و جلالیان (۲۰۱۶) همخوانی دارد.

بررسی فرضیه‌ی چهارم

در جدول ۳ مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر مالکیت دولت بر شرکت (*GOVR*) برابر ۱/۰۰۲ است و با توجه مقدار معنی‌داری ۰/۰۰۰ که کمتر از ۰/۰۵ است، نتیجه می‌گیریم ضریب برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار است. بنابراین فرضیه‌ی چهارم تحقیق مبنی بر تاثیر متغیر مالکیت دولت بر شرکت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تایید می‌شود. همچنین مقدار ضریب تعیین متغیر نشان‌دهنده‌ی این است که حدود ۱۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست تقسیم سود در بورس تهران) توسط متغیر مستقل مالکیت دولت بر شرکت تبیین می‌شود. نتایج این فرضیه با پژوهش های روی (۲۰۱۵) و افسری (۲۰۱۴) همخوانی دارد.

بررسی فرضیه‌ی پنجم

در جدول ۳ مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر میزان سهام بزرگترین سهامدار شرکت (MAJ) برابر ۰/۰۰۰۱۵ است و با توجه مقدار معنی‌داری ۰/۰۰۰۱ که کمتر از ۰/۰۵ است، نتیجه می‌گیریم ضریب برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار است. بنابراین فرضیه‌ی پنجم تحقیق مبنی بر تاثیر متغیر میزان سهام بزرگترین سهامدار شرکت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تایید می‌شود. مقدار ضریب تعیین متغیر نشان‌دهنده‌ی این است که حدود ۰/۰۰۱۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست تقسیم سود در بورس تهران) توسط متغیر مستقل میزان سهام بزرگترین سهامدار شرکت تبیین می‌شود که مقدار چندان چشمگیری نیست. نتایج این فرضیه با پژوهش های فخاری یوسفعلی تبار (۱۳۹۸) و آقاجانی کهکی(۱۳۹۰) همخوانی دارد .

بررسی فرضیه‌ی ششم

در جدول ۳ مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر میزان سهام دومین سهامدار بزرگ شرکت (SAJ) برابر ۰/۰۱ است و با توجه مقدار معنی‌داری ۰/۰۵۶ که بزرگتر از ۰/۰۵ است، نتیجه می‌گیریم ضریب برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار نیست. بنابراین فرضیه‌ی ششم تحقیق

مبنی بر تاثیر متغیر میزان سهام دومین سهامدار بزرگ شرکت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تایید نمی‌شود. نتایج این فرضیه با پژوهش روحی و همکاران (۱۳۹۰) همخوانی دارد.

بررسی فرضیه‌ی هفتم

در جدول ۳ مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر میزان سهام شناور شرکت در بازار (INDUS) برابر ۱/۶۹ است و با توجه مقدار معنی‌داری ۰/۰۳۶ که کمتر از ۰/۰۵ است، نتیجه می‌گیریم ضریب برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار است. بنابراین فرضیه‌ی هفتم تحقیق مبنی بر تاثیر متغیر میزان سهام شناور شرکت در بازار بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تایید می‌شود. همچنین مقدار ضریب تعیین متغیر نشان‌دهنده‌ی این است که حدود ۱۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست تقسیم سود در بورس تهران) توسط متغیر مستقل میزان سهام شناور شرکت در بازار تبیین می‌شود. نتایج این فرضیه با پژوهش حساس یگانه و پاکمرام (۱۳۹۱) همخوانی دارد.

۵- بحث و نتیجه گیری

هدف این مطالعه تبیین تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران بود. با بررسی این مسأله می توان با شناسایی این روابط به ترکیب بهینه‌ای در ساختار مالکیت شرکت دست یافت به طوریکه ۱) منافع تمامی ذینفعان و سهامداران را برآورده نماید، ۲) ترکیب بهینه‌ای جهت نظارت بر نقدینگی شرکت فراهم نماید، ۳) تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت را کاهش دهد و با انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صحیح و اثربخش، ثروت سهامداران و رشد شرکت را حداکثر سازد. از سوی دیگر با اینکه در نظریه عاملیت (نمایندگی) مفهوم کنترل در کاهش واگرایی موجود در میان منافع سهامداران و مدیریت سازمان از جمله مهمترین ابزارهای حاکمیت سازمانی به شمار می رود، اما به دلیل آنکه عمده وظایف هیات مدیره به کنترل اقدامات غیرهمسوی مدیران با منافع شرکت معطوف می‌گردد، برنامه‌ریزی‌های آینده‌نگرانه‌ی شرکت از جانب هیات مدیره‌ها ممکن است مورد کم‌توجهی قرار گیرند. لذا اهمیت داشت در تحقیقات تجربی، راهکارهای مقابله با این مسأله ارائه می‌شد تا مدیران و سیاست‌گذاران بتوانند با اتکا به راهکارهای پیشنهاد شده، عملکرد بهتری در زمینه حاکمیت شرکتی و مدیریت سازمان داشته باشند. همچنین تعدد تحقیقات صورت گرفته در راستای موضوع تحقیق، مانند تحقیقات پن و همکاران (۲۰۱۵)نتایج مقاله‌ی حاضر تأیید شده است.

طبق نتایج تحقیق به مدیران و تصمیم‌گیرندگان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد میشود تا با توجه به آثار اندازه هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود، به‌منظور افزایش کیفیت سود (با توجه به آثار مثبتی که بر توانایی شرکت برای کسب اعتبارات دارد)، سعی در کاهش معقول تعداد اعضای هیأت مدیره نمایند.

علاوه بر این به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نیز پیشنهاد می‌شود به هنگام انجام سرمایه‌گذاری و همچنین خرید و فروش سهام، به وضعیت شرکت از لحاظ اندازه هیأت مدیره که می‌تواند آثار مهمی بر سیاست تقسیم سود شرکت داشته باشد، توجه کافی داشته باشند.

شرکت‌هایی که نرخ حاکمیت شرکتی درآن ضعیف‌تر است، سود تقسیمی بیشتری به سهامدارانشان می‌پردازند. در واقع پرداخت بیشتر باعث تشویق سهامداران به سرمایه‌گذاری در شرکت می‌شود.

از آنجا که تأمین مالی شرکت ها در ایران اغلب از طریق وام و سهام تأمین می‌شود و کسب اعتبار برای آنها امر مهمی به‌شمار می‌آید بنابراین پیشنهاد می‌شود برای جلب نظر مساعد سهامداران و سرمایه‌گذاران در شرکت‌هایی که حقوق سهامداران ضعیف‌تر است، سود نقدی بیشتری پرداخت کنند.

به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در تشکیل پرتفوی خود، علاوه بر سود تقسیمی به نرخ حاکمیت شرکتی نیز توجه کافی مبذول دارند زیرا مدیران فرصت‌طلب از سود تقسیمی به‌عنوان ابزاری برای پوشش ضعف در حاکمیت شرکتی استفاده می‌کنند. با کشف این ارتباط ضروری است که مقام‌های بورس به تدوین مقررات و الزامات قانونی برای اجرایی کردن اصول حاکمیت شرکتی در مورد شرکت ها ی بورس بپردازند.

فهرست منابع

* احمدپور، احمد، محمد کاشانی‌پور و محمدرضا شجاعی. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض) ، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۲، ۳۲-۱۷.
* حساس‌یگانه، یحیی و قدرت‌اله برزگر. (۱۳۹۳). مبانی نظری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و پارادایم تحقیقاتی آن در حرفه حسابداری، حسابداری مدیریت، سال هفتم، شماره ۲۲، صص ۱۳۳ – ۱۰۹.

* رنگزن مقدم، رقیه، لشگری، زهرا. (۱۳۹۷). تأثیر سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با تأکید بر کیفیت گزارشگری مالی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۴۰)، ۴۶-۲۱.
* روحی، علی، ساریخانی، مهدی، ابراهیمی، فهیمه، منفرد مهار لویی، محمد. (۱۳۹۰). تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۳(۱۲)، ۲۴-۱.
* شورورزی، محمدرضا، خلیلی، محسن، سلیمانی، حمید، فروتن، امید. (۱۳۹۴). ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۵)، ۱۴۵-۱۲۷.
* فتحی، زاداله، رنجبر، محمدحسین، فناطی رشیدی، لیلا. (۱۳۹۲). تاثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران. مهندسی مدیریت نوین، ۳(۲)، ۷۰-۶۳.
* A.N. Licht,. A.N.(2013). Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure.
* Afsari, Nima (2014). Relationship Between Corporate Governance And Dividend Payment Policy Of Companies Listed In Tehran Stock Exchange, International Research Journal of Applied and Basic Sciences, Vol, 8 (11): 1891-1899.
* Anginer, Deniz, Asli Demirguc-Kunt, Harry Huizinga, Kebin Ma (2018). Corporate governance of banks and financial stability, Journal of Financial Economics, In press, corrected proof, Available at: Science Direct.
* Baker, H. K., & Powell, G, (2009), "Understanding Financial Management: A Practical Guide", Wiley & Sons.
* Bhang, S., Brian, B. (2008), "Corporate Governance and Firm Performance", Journal of Corporate Finance; 14, PP. 257-273.
* Darman, M. (2005). Corporate governance worldwide. International chamber of commerce.
* Elmagrhi, M. H., Ntim, C. G., Crossley, R. M., Malagila, J. K., Fosu, S., & Vu, T. V. (2017). Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs. International Journal of Accounting & Information Management, 25(4), 459–483.
* Georges Dionne, Scott E. Harrington .(2014). Handbook of the Economics of Risk and Uncertainty. Handbook of the Economics of Risk and Uncertainty.
* Heidary, Masoud and Jalilian, Omid (2016). Review of corporate governance and payment policies for approved companies on the Tehran Stock Exchange, Pacific Science Review B: Humanities and Social Sciences, Volume 2, Issue 2, Pages 47-52.
* Ikunda, Caroline, Monica Muiru, Kamau, Simon M. (2016). The Impact of Corporate Governance on Dividend Payout of Manufacturing Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange, Journal of Finance and Accounting, Volume 4, Issue 5, Pages: 254-261.
* Investor Protection Association.(2003). dLUKOILT fixed the dividend policy it is carrying out, www.corp-gov.org, January 9.
* Kouki M, Guizani M., (2011), "Corporate Governance and Dividend Policy In Poland" Warsaw School Of Economics, World Economy Research Institute, Al. Niepodlegosci Warsaw, Poland, 162,PP. 02-554.
* Kuswanto, A., Kharisma, A. (2012). Factors that influence on dividend policy- Conference In Business.
* La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 2000. Agency problems and dividend policies around the world. Journal of Finance 55, 1 – 33.
* McKnight, P. J. and Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. The Quarterly Review of Economics and Finance, 49, 139-158.
* Mitton, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. Emerging Markets Review, 5(4), 409–426.
* Nicholson, A., 2003. Independent directors find seat on the board. Moscow Times 2, 14 (October).
* Nurdin, D. and Kasim MY. (2017). Moderator Effect of Corporate Governance on the Relationship of Financial Performance and Dividend Policy, and Its Impact on Firm Value in Indonesia Stock Exchange. Int J Econ Manag Sci 7: 499.
* Pahi, D. and Yadav, I. (2019), "Does corporate governance affect dividend policy in India? Firm-level evidence from new indices", Managerial Finance, Vol. 45 No. 9, pp. 1219-1238.
* Pan, Rulu, Jing, Shi, Qiaoqiao, Zhu (2015). Dividend Policy, Corporate Governance and Stock Liquidity, Asian Finance Association (AsianFA) 2015 Conference.
* Singh, M. and Davidson, W. A. (2003). Agency costs, ownership structures and corporate governance mechanisms. Journal of Banking and Finance, 27, 793-816.
* Solomon, J., & Solomon, A. (2004). Corporate Governance and Accountability. England: John Wiley & Sons.
* Turner, C. (2009). What is Corporate Governance? Corporate Governance, 3–22.

یادداشت‌ها

[1] Boubakri
[2] Dionne and Harrington
[3] Piott
[4] Sartono
[5] Keown
[6] Kuswanto and Kharisma
[7] Darman
[8] Solomon and Solomon
[9] McKnight and Weir
[10] Bhang and Brian
[11] Baker and Powell
[12] Licht
[13] North
[14] Williamson
[15] Pan et al .
[16] Turner
[17] Mitton
[18] La Porta et al.
[19] Nicholson
[20] LUKoil
[21] Investor Protection Association
[22] Anginer et al.
[23] Brunzell et al.
[24] Agency theory
[25] McKnight and Weir
[26] Singh and Davidson
[27] Pahi. and Yadav
[28] Elmagrhi et al.
[29] Nurdin and Kasim
[30] Ikunda et al.
[31] Heidary and Jalilian
[32] Kouki and Guizani
[33] Ezzine
[34] Erkan et al.