پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره چهاردهم، تابستان ۱۳۹۱، از صفحه ۸۵ تا ۱۱۵

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

دکتر یحیی حساس یگانه* عسگر پاک مرام**

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۰۴/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۰۶/۱۴

چکیده

در این مقاله با در نظر گرفتن تئوری نمایندگی، تأثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها مورد بررسی قرار می گیرد. اینگونه استدلال می شود که پرداخت های سود سهام از طریق کاهش مبلغ جریان نقدی آزاد، تضاد نمایندگی را کاهش می دهد. بنابراین، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود را می توان به عنوان ابزاری برای حل مسأله نمایندگی بر شمرد که مطالعه حاضر نیز موید آن است.

هشتاد و یک شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۸۵-۸۹ 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 می دهد مرجع حسابرسی (کیفیت حسابرسی) شرکت به عنوان بعد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی، تأثیر معنی‌دار و مثبتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها 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 تایید شد.

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

* استادیار دانشگاه علامه طباطبایی، نویسنده اصلی. yahya_yeganeh@yahoo.com

** دانش آموخته دکترای حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، مسئول مکاتبات. pakmaram@gmail.com

Archive of SID

www.SID.ir

۱- مقدمه

از مسایل مهمی که در سال های اخیر در پی رسوایی های گسترده مالی در سطح شرکت‌های 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 می پردازد. از طرفی دیگر، خط مشی تقسیم سود نیز، پژوهش‌های 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 می کنند 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 پژوهش‌ها 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 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 شرکت‌های 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).

Archive of SID

www.SID.ir

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 پژوهش‌های 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، بازرس 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 درجه‌ی ریسک کشور تأثیر خواهد گذاشت. با اجرای قانون اصل ۴۴ و واگذاری شرکت‌های دولتی و ایجاد شرکت‌های سهامی عام جدید، بازار سرمایه گسترش خواهد یافت و خانوارهای بیشتری پس اندازهای خود را وارد بورس خواهند کرد. این روش سرمایه‌گذاری اگرچه انطباق بهتری با احکام اسلامی دارد و موجب نظارت عموم برفعالیت‌های 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 می‌باشد. 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 پژوهش‌هایی هم در تعیین سرنوشت شرکت‌ها مؤثر است و هم به نفع اقتصاد کشور خواهد بود.

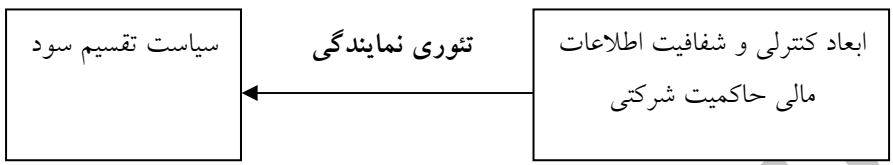
مساله اصلی پژوهش حاضر ارزیابی و تبیین چگونگی تأثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست سود سهام شرکت‌ها، و با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی مربوط می‌باشد.

بر مبنای تئوری های موجود، چارچوب مفهومی پژوهش حاضر را می توان به

Archive of SID

www.SID.ir

صورت شکل ۱ ارائه داد.



شکل ۱- 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 ارایه می شود.

۲- مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش

در حالت کلی پنج گرایش عمده در تحقیقات حسابداری مورد استفاده قرار می‌گیرد. رویکرد مدل تصمیم گیری[1]، تحقیقات بازار سرمایه، تحقیقات رفتاری[2]، تئوری نمایندگی[3] و سایر تحقیقات (انتقادی[4] و هزینه تهیه اطلاعات[5]) از عمده ترین مبانی مورد استفاده در تحقیقات حسابداری هستند (شباهنگ،۱۳۸۱). 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. نظریه‌ی نمایندگی ناشی از زمینه مالی و

1. Decision Model Approach
2. Behavioral Research
3. Agency Theory
4. Critical Perspective Research
5. Information Economics

Archive of SID

www.SID.ir

اقتصادی، نظریه‌ی هزینه معاملات[1] ناشی از اقتصاد و تئوری سازمانی و نظریه‌ی ذی نفعان[2] ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد حاکمیت شرکتی، می‌باشد(حساس یگانه، ۱۳۸۴: ۱۰۴).

سازمان همکاری و توسعه اقتصادی[3] ابعاد شش گانه زیر را برای سیستم حاکمیت شرکتی با هدف افزایش توان و انسجام قوانین در کشورها و به حداقل رساندن تعارض‌های موجود در قوانین کشورهای مختلف، ارائه نموده است که مبنای بسیاری از بررسی ها و پژوهش‌ها 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:

۱. کسب اطمینان نسبت به چارچوب حاکمیت شرکتی اثربخش؛
۲. حقوق سهامداران و وظایف اصلی مالکیت؛
۳. رفتار عادلانه نسبت به سهامداران؛
۴. نقش ذی نفعان در حاکمیت شرکتی؛
۵. شفافیت مالی و افشای اطلاعات؛
۶. 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، ۱۳۸۸: ۱۱۵-۱۱۴).

فاما و جنسن(۱۹۸۳)[4] معتقدند که دراغلب 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[5](۲۰۰۶) متوجه شدند که شرکت‌های دارای کیفیت حاکمیت بهتر که

1. Transaction Cost Theory
2. Stakeholder Theory
3. Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD)
4. Fama and Jensen
5. Brown and Caylor

Archive of SID

www.SID.ir

بواسطه امتیاز(نمره) راهبری مورد اندازه گیری قرار می گیرند، بسیار سودآور و با ارزش هستند. نتایج آنها حاکی از این است که شرکت‌های 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، پژوهش‌های 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، ۲۰۰۰) کیفیت حاکمیت شرکتی باید با پرداخت های سود سهام ارتباط مثبتی داشته باشد؛ چون شرکت‌های 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، ۲۰۰۶: ۲). در مقابل، فرضیه جانشین[1] سود سهام قید می کند که کیفیت حاکمیت باید جایگزینی برای پرداخت های سود سهام باشد، به نحوی که شرکت‌های دارای حاکمیت بهتر، در نتیجه جدایی مالکیت و کنترل با هزینه های نمایندگی پایین تری مواجه هستند. بنابراین، احتمال کمتری وجود دارد که شرکت‌های 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، ۲۰۰۶: ۴۷-۳۱).

چندین مطالعه به این نتیجه رسیده اند که محیط قانونی و سازمانی بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌ها تأثیر دارد. به عنوان مثال، لاپورتا و همکاران(۲۰۰۰) گزارش می دهند که شرکت‌های کشورهای دارای حقوق عرفی در مقایسه با شرکت‌های کشورهای دارای حقوق مدنی که در آن سهامداران اقلیت بدلیل مصونیت قانونی ضعیف تر ضرر می بینند، سود سهام بیشتری پرداخت می کنند. بنابراین،

1. The Substitution Hypothesis

Archive of SID

www.SID.ir

پرداخت های سود سهام می تواند بعنوان وسیله ای برای محافظت سهامداران در مقابل سلب مالکیت مدیران و سهامداران بزرگ، بکار رود.

لیو[1](۲۰۰۲) در پژوهشی از ۲۲ 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 اثبات نمود. کوکی و گایزانی[2](۲۰۰۹) یک ارتباط منفی را بین نسبت پرداخت سود سهام و مالکیت نهادی یافتند.

قابل توجه است که مطالعات فوق صرفا یک جنبه از حاکمیت را مورد لحاظ قرار داده اند. مطالعات بعدی برای اصلاح چنین نقصی با تکیه بر مجموع امتیاز حاکمیت که معمولا چندین جنبه از حاکمیت را پوشش می دهند، یک تحلیل بسیار جامعی از کیفیت حاکمیت را فراهم می آورند. بعنوان مثال، میتون(۲۰۰۴) نشان می دهد بین امتیاز حاکمیت(که توسط CLSA[3] 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 (ISS)[4]، براون و کایلر(۲۰۰۴) نتایج مشابهی را در ایالات متحده امریکا گزارش نمودند.

اگرچه این یافته ها از فرضیه نقش خروجی[5](نتیجه) سود سهام پشتیبانی می کنند اما هر کس می‌تواند 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 پرداخت‌های 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 می‌کنند عبارتند از: حاکمیت

1. Liu
2. Kouki and Guizani
3. Credit Lyonnais Securities Asia.
4. Institutional Shareholder Services (ISS).
5. The Outcome Hypothesis

Archive of SID

www.SID.ir

قوی(ضعیف) منجر به پرداخت کم(زیاد) سود سهام می شود.

استدلال فوق توسط جان و کنیازاوا(۲۰۰۶) پشتیبانی می شود که نشان دادند سطح پرداخت سود سهام در شرکت‌های دارای حاکمیت خوب کاهش می یابد چراکه در اینگونه شرکت‌ها 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 (۲۰۰۶) 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[1](۲۰۰۸) 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 (۲۰۰۸) در پژوهش دیگری اثر هر طبقه از شاخص حاکمیت را به طور جداگانه مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه 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 آن ها 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 می دهد؛ معیارهای مورد استفاده در شاخص حاکمیت بسیار مهم است. ژراپورن در مقاله دوم علت این نتیجه را استفاده از یک شاخص جامع حاکمیت قلمداد می کند.

ویبرگ[2](۲۰۰۸) نیز در پژوهشی به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی با سیاست سود سهام در ۱۸۹ شرکت سوئدی پرداخت. یافته ها نشان داد که بین مالکیت نهادی و

1. Abdelsalam and et. al
2. Wiberg

Archive of SID

www.SID.ir

سود سهام پرداختی، رابطه ی مثبت وجود دارد.

چی، کیم و لی[1] (۲۰۰۹) نشان دادند؛ شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی مؤثرتر با محدودیت های تأمین مالی خارجی بالاتر، سود سهام کمتری می پردازند، در حالی که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف تر با محدودیت های تأمین مالی خارجی کمتر، سود سهام بیشتری می پردازند.

بنجامین هیکیوا[2] (۲۰۰۹) در پژوهشی تحت عنوان ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها در نیجریه، نشان دادند، بین تمرکز مالکیت و عملکرد رابطه مثبت وجود دارد.

اجاوود و بن عمار[3] (۲۰۱۰) 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 پیش بینی های تئوری نمایندگی، اثر دو فرضیه متضاد پیرامون حاکمیت شرکتی بر پرداخت سود سهام را در نظر گرفتند: فرضیه های 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 قرارگرفته شد. نتایج نشان داد که شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی تر پرداخت سود سهام بالاتری دارند. در میان چهار جزء شاخص حاکمیت شرکتی، ارتباط مثبت سیاست ترکیب هیئت مدیره و حقوق سهامدار را با نسبت های پرداخت سودسهام نشان دادند. همچنین، پژوهشگران ارتباط مثبتی بین اندازه شرکت، میزان جریان های نقدی آزاد و پرداخت های سود سهام پیدا کردند و نتایج کارشان با مدل نتیجه سیاست سود سهام سازگار است.

1. Chae Joon, Kim Sungmin. Lee Eunjung
2. Benjamin I. Ehikioya
3. Adjaoud and Ben-Amar

Archive of SID

www.SID.ir

اوکانل و کرامر[1] (۲۰۱۰) در مطالعه ای تحت عنوان بررسی رابطه بین عملکرد شرکت و خصوصیات هیئت مدیره در ایرلند، نشان دادند که حضور مدیران غیر موظف در هیئت مدیره با عملکرد شرکت‌ها در کشور ایرلند رابطه مثبتی دارد.

فروغی و همکاران(۱۳۸۸) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس 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 معنی‌داری دارد در حالی که سهامداران نهادی تأثیر گذاری معنی‌داری بر سیاست های تقسیم سود ندارند.

فخاری و یوسفعلی تبار(۱۳۸۹) 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 شرکت‌های بورس از تقسیم سود برای کسب شهرت و ایجاد اعتبار استفاده می کنند و با وجود ارتباط معنی‌دار حاکمیت شرکتی و تقسیم سود، تأثیر حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود اندک است.

همان گونه که از پژوهش‌ها و مطالعات فوق پیداست، در کشورهای دیگر و در

1. O'Connell and Cramer

Archive of SID

www.SID.ir

ایران در ارتباط با ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و تقسیم سود، پژوهش‌هایی 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، فرضیه‌های پژوهش بصورت زیر ارائه می گردند:

فرضیه اول: بعد کنترلی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.

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

۳- روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ ماهیت توصیفی ـ همبستگی، از نظر نحوه اجرا از نوع پژوهش توصیفی ـ پس رویدادی و از نظر نتیجه اجرا کاربردی می‌باشد. 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.

۴- قلمرو پژوهش

دوره مورد مطالعه از سال ۱۳۸۵ تا سال ۱۳۸۹، به مدت ۵ سال می‌باشد. سال ۱۳۸۵ به این دلیل به عنوان شروع دوره پژوهش انتخاب شده است که، اطلاعات مربوط به امتیاز شفافیت اطلاعات شرکت‌ها از آن سال قابل دسترسی است.

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به منظور انجام این پژوهش، نمونه آماری از شرکت‌های پذیرفته شده

Archive of SID

www.SID.ir

در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردید. این نمونه شامل شرکت‌هایی است که مجموعه شرایط زیر را داشته باشند:

۱. شرکت‌ها تا ابتدای سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲. در طی دوره پژوهش از فهرست شرکت‌های بورس حذف نشده باشد.

۳. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۴. طی سال های مالی یاد شده، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

۵. وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد.

۶. اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش در سالهای مورد بررسی موجود باشد.

۷. جزو بانک ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه گذای، واسطه گری‌های مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک ها و لیزینگ ها) نباشند زیرا، ماهیت افشاهای مالی و ساختارهای حاکمیت شرکتی در آنها متفاوت است.

با اعمال محدودیت های فوق تعداد ۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران به عنوان نمونه انتخاب شده است.

۵- متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش شامل متغیر وابسته، مستقل و کنترلی است.

متغیر مستقل: ابعاد حاکمیت شرکتی می‌باشد. 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

۱- مرجع حسابرسی شرکت: این شاخص نشان دهنده آن است که صورت‌های مالی اساسی شرکت توسط کدام گروه از حسابرسان مورد حسابرسی قرار گرفته است. در صورتی که مرجع حسابرسی شرکت، سازمان حسابرسی(موسسه حسابرسی بزرگ)

Archive of SID

www.SID.ir

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.

۲- اصلی یا فرعی بودن شرکت مورد بررسی: این متغیر نشان می دهد که آیا شرکت مورد بررسی تحت کنترل و وابسته به شرکت دیگری می‌باشد یا خیر. این متغیر با نماد(PAR) وبا متغیرهای۰و۱ نشان داده شده است. بدین صورت که اگر شرکت مورد بررسی، تحت کنترل و وابسته به شرکت دیگری باشد به آن ارزش ۱، و در غیر اینصورت ارزش صفر به آن تعلق می گیرد. در این پژوهش وابستگی گروهی و شرکتی بین شرکت‌های پذیرفته شده لحاظ می گردد.

۳- بازرس قانونی[1] 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 می‌شود.

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 می‌شود، استفاده شده است. مزایا و دلایل استفاده از این معیار سنجش کیفیت افشا به شرح زیر است:

۱) 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.

۲) بر خلاف پژوهش‌های انجام شده در زمینه کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار

1. Legal Inspector

Archive of SID

www.SID.ir

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، ۱۳۹۰، ۶۵-۶۴).

این شاخص با نماد TR نشان داده می شود.

متغیر وابسته: سیاست تقسیم سود

بر اساس مطالعات پیشین در حوزه مالی(هولدر و همکاران، ۱۹۹۸؛ میتون، ۲۰۰۴؛ و جان و کنیازاوا،۲۰۰۶)[1] در این پژوهش از دو شاخص جانشین برای سیاست سود سهام استفاده می شود.

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

ب ـ بازده سود سهام نقدی که با نماد DY نشان داده می شود.

با توجه به مطالعات و استدلالات مختلف صورت گرفته، معمولا 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(۱) ارائه شده است.

$$DY_t = \frac{Div_t}{\frac{p_{tH} + p_{tL}}{2}} \qquad (۱)$$

P_{tL} و P_{tH} به ترتیب بیانگر کمترین و بیشترین قیمت سهام در هر دوره مالی است. Div_t معرف سود سهام نقدی هر سهم است.

1. Holder et al.; Mitton; and John and Knyazeva

Archive of SID

www.SID.ir

متغیرهای کنترلی سیاست تقسیم سود

لینتنر(۱۹۵۶) نشان می دهد که شرکت‌های پرداخت کننده سود سهام تلاش می‌کنند تا پرداخت سود پایداری داشته باشند؛ که پژوهش اجاوود و بن عمار(۲۰۱۰) این مورد را تایید می‌کند.

جان و کنیازاوا(۲۰۰۶) و اجاوود و بن عمار(۲۰۱۰) در نتایج پژوهش‌های تجربی خود وجود ارتباط مثبت بین اندازه شرکت و پرداخت سود سهام را نشان داده اند.

فاما و فرنچ[1](۲۰۰۱)، دنیس و اوسوبا[2] (۲۰۰۸)، و اجاوود و بن عمار(۲۰۱۰) نشان دادند که شرکت‌های بزرگ با سودآوری بالا و فرصت رشد پایین، تمایل بیشتری به پرداخت سود سهام دارند.

جنسن(۱۹۸۶) نشان می دهد شرکت‌هایی که سطح بالایی از جریان نقدی آزاد را دارند، متحمل هزینه های نمایندگی بیشتری می شوند. در این زمینه، شرکت‌ها ممکن است از سیاست تقسیم سود جهت کاهش این هزینه ها استفاده نمایند. بطورکلی، پژوهش‌های قبلی چون جان و کنیازاوا(۲۰۰۶) و اجاوود و بن عمار(۲۰۱۰) نیز ارتباط مثبت بین جریان نقدی آزاد و پرداخت سود را نشان داده اند.

همچنین، فاما و فرنچ(۲۰۰۱) سه ویژگی با اهمیت شرکت را به عنوان عوامل مؤثر با اهمیت که احتمالا در پرداخت سود سهام تأثیر دارند، مشخص نمودند که عبارتند از اندازه، سودآوری و فرصت های سرمایه گذاری.

رنیبوگ و تروجانوسکی[3](۲۰۰۷)، و اجاوود و بن عمار(۲۰۱۰) 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(۱۹۵۶) اشاره می کند که سود سهمی نیز از عواملی است که بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر دارد.

با پیروی از پژوهش‌ها و استدلالات فوق در حوزه مالی، در پژوهش حاضر در

1. Fama and French
2. Denis and Osobov
3. Renneboog, L. and G. Trojanowski

Archive of SID

www.SID.ir

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.

۶- مدل پژوهش

براساس توضیح های گفته شده مدل پژوهش به صورت رابطه(۲) ارائه می گردد:

$$\text{Dividend Policy} = a + b_1 (CG) + b_2 (PreDiv) + b_3 (Stockdiv) + b_4 (MTB) + b_5 (FCF) + b_6 (Profit) + b_7 (LEV) + b_8 (Size) + e \quad (۲)$$

CG: نشانگر بعد حاکمیت شرکتی است.

PreDiv: نشانگر سود سهام نقدی سال قبل است. عدد ۱ نشان دهنده پرداخت سود سهام نقدی در سال قبل می‌باشد و عدد صفر مخالف آن.

Stockdiv: نشانگر سود سهمی است. عدد ۱ 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 می شود. این نسبت با تقسیم کردن ارزش بازار بر ارزش دفتری شرکت به دست می آید(اجاوود و بن عمار، ۲۰۱۰).

FCF: نمایشگر جریان نقدی آزاد است. در این پژوهش از مدل **لن و پلسن**[1] برای تعیین جریان نقدی آزاد واحد تجاری استفاده می شود. بر اساس مدل مذکور جریان‌های نقدی آزاد از طریق رابطه(۳) محاسبه می شود:

$$FCF_{i,t}=(INC_{i,t}- TAX_{i,t}- INTEXP_{i,t}-PSDIV_{i,t}- CSDIV_{i,t})/A_{i,t-1} \quad (۳)$$

که در آن:

$FCF_{i,t}$: جریان نقدی آزاد شرکت i در سال t

$INC_{i,t}$: سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در سال t

$TAX_{i,t}$: کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t

1. Lehn and Poulsen

Archive of SID

www.SID.ir

$INTEXP_{i,t}$: هزینه بهره پرداختی شرکت i در سال t

$PSDIV_{i,t}$: سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت i در سال t

$CSDIV_{i,t}$: سود سهامداران عادی پرداختی شرکت i در سال t

$A_{i,t-1}$: کل ارزش دفتری دارایی های 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 می شود. این نسبت بر پایه سود خالص سالانه پس ازکسرمالیات به جمع حقوق صاحبان سهام عادی در پایان سال مالی محاسبه می گردد.

LEVERAGE: نشانگر نسبت اهرمی شرکت است که از طریق تقسیم جمع بدهی بلندمدت بر جمع دارائیها محاسبه می شود.

SIZE: نشانگر اندازه شرکت است و از طریق لگاریتم طبیعی مجموع ارزش اسمی سهام هر شرکت محاسبه می شود.

۷- یافته های پژوهش

برای بررسی رابطه مورد انتظار بین متغیرهای پژوهش از مجموعه ای از آمار توصیفی، ماتریس همبستگی، و مدل های رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. جدول ۱ حاوی آمار توصیفی داده‌های مورد مطالعه است.

این جدول تعداد مشاهدات، میانگین، حداقل، حداکثر و انحراف معیار را برای هشت متغیر مورد مطالعه نشان می دهد. تعداد مشاهدات برای تمامی متغیرها ۴۰۵ می‌باشد ستون میانگین، حاوی متوسط حسابی اندازه های هر متغیر است. ستونهای حداقل و حداکثر به ترتیب، کمترین و بیشترین اندازه ها برای هر متغیر را نشان می دهند و در نهایت ستون انحراف معیار، نماینده پخش شدگی مقادیر و اندازه های هر متغیر حول مقدار میانگین آن می‌باشد.

همان گونه که از جدول ۱ پیداست، میانگین نسبت سود سهام نقدی ۰/۶۷۵ و بازده سود سهام نقدی ۰/۱۳۹ است، که در هر دو مورد میانگین رو به پایینی را نشان می‌دهند.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول ۱- نتایج تحلیل توصیفی داده‌های پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
شفافیت اطلاعات مالی	۴۰۵	۵۳/۸۱۵	-۱۳	۹۸	۲۴/۸۲۵
نسبت سود سهام نقدی	۴۰۵	۰/۶۷۵	۰	۷/۰۵	۰/۶۳۳
بازده سود سهام نقدی	۴۰۵	۰/۱۳۹	۰	۱/۴۶	۰/۱۳۳
فرصت سرمایه گذاری	۴۰۵	۳/۲۰۵	-۱۵/۱۰	۳۷/۲۰	۴/۱۲۸
جریان نقدی آزاد	۴۰۵	۰/۰۸۵	-۰/۳۱	۰/۵۷	۰/۱۱۶
سودآوری شرکت	۴۰۵	۰/۳۶۱	-۴/۸۳	۱۷/۱۶	۱/۰۶۰
اهرم شرکت	۴۰۵	۰/۰۸۹	۰	۰/۷۹	۰/۱۰۰
اندازه شرکت	۴۰۵	۱۱/۷۳۰	۸/۰۱	۱۸/۶۰	۱/۶۱۳

*منبع: یافته های پژوهشگر

۷-۱- آزمون همبستگی

در جدول ۲ ضرایب همبستگی پیرسون بین دو متغیر حاکمیت شرکتی، نسبت سود سهام نقدی و بازده سودسهام نقدی آورده شده است که نشان دهنده رابطه خطی و معنادار است.

جدول ۲- آزمون همبستگی پیرسون

متغیر	نسبت سود سهام نقدی	بازده سود سهام نقدی
حاکمیت شرکتی(شفافیت اطلاعات مالی)	***۰/۴۲۴	***۰/۳۱۹

*** معنی‌داری در سطح ۰/۰۱

* منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به همبستگی به دست آمده و نرمال بودن توزیع داده‌ها، آزمون های مربوط به فرضیه های پژوهش صورت گرفته است.

۷-۲- برآورد مدل رگرسیون چند متغیره جهت آزمون فرضیه پژوهش

برای استفاده از مدل رگرسیون لازم است پیش فرض های استفاده از آن مورد

Archive of SID

www.SID.ir

آزمون قرار گیرد. این پیش فرض ها عبارتند از:

میانگین (امید ریاضی) خطا ها صفر باشد(آزمون دور بین واتسون)؛ واریانس خطاها ثابت باشد(آزمون دور بین واتسون)؛ بین خطا های مدل همبستگی وجود نداشته باشد(آزمون دور بین واتسون)؛ متغیر وابسته دارای توزیع نرمال باشد(کولموگروف اسمیرنف)؛ 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 می دهد که توزیع برخی از متغیر ها از توزیع نرمال پیروی نمی کند. بنابراین فرض صفر رد می‌شود. در این مواقع جهت نرمال سازی توزیع متغیرها، داده‌هایی که فاصله آنها از میانگین، ۳ انحراف معیار است حذف شد، که با اعمال این تعدیل که در جدول ۳ ارائه شده است توزیع اکثر متغیر ها به خصوص متغیرهای وابسته نرمال شد.

جدول ۳- نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف

شرح	علامت	قبل از تعدیل		بعد از تعدیل	
		آماره Z	P-Value	آماره Z	P-Value
شفافیت اطلاعات مالی	TR	۱/۳۲۶	۰/۰۶۰	۱/۳۲۶	۰/۰۶۰
نسبت سود سهام نقدی	CD	۴/۲۴۶	۰/۰۰۰	۱/۱۸۹	۰/۰۶۸
بازده سود سهام نقدی	DY	۲/۹۹۹	۰/۰۰۰	۱/۳۰۷	۰/۰۵۶
فرصت سرمایه گذاری	MTB	۴/۴۷۲	۰/۰۰۰	۴/۴۷۲	۰/۰۰۰
جریان نقدی آزاد	FCF	۳/۳۰۳	۰/۰۴۹	۳/۳۰۳	۰/۰۴۹
سودآوری شرکت	ROE	۳/۵۴۳	۰/۰۰۰	۰/۶۶۱	۰/۷۷۵
اهرم شرکت	LEVERAGE	۴/۱۳۳	۰/۰۰۰	۴/۱۳۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۱/۶۷۴	۰/۰۰۷	۱/۶۷۴	۰/۰۰۷

*منبع: یافته های پژوهشگر

بعد کنترلی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر دارد.

برای آزمون فرضیه اول از دو مدل استفاده شده است که در جداول ۴ و ۵ ارائه می‌گردند.

www.SID.ir

با توجه به نتایج آزمون مدل (۱) فرضیه‌ی اول که در جدول ۴ ارائه شده است، سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. آماره دوربین واتسون (۲/۰۶۱) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ 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 ۱/ برای تولرانس و کمتر از ۱۰ برای عامل تورم واریانسی بیانگر عدم وجود مشکل در برازش مدل رگرسیونی به دست آمده می‌باشد). 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 نمی‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ قبول کرد. این نتیجه متفاوت از نتیجه پژوهش ژراپورن و نینگ(۲۰۰۶)، جان و کنیازاوا(۲۰۰۶)، عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸)، و کوکی و گایزانی(۲۰۰۹) است. آن ها در مطالعه خود وجود رابطه جایگزینی بین متغیر سود تقسیمی نقدی و شاخص حاکمیت را اثبات کرده بودند. یعنی شرکت‌های 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 معنی‌دار 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 ۴۰٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

با توجه به نتایج آزمون مدل (۲) فرضیه‌ی اول که در جدول ۵ 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

Archive of SID

www.SID.ir

معنی‌دار و مثبتی بر بازده سود سهام نقدی دارد که مطابق با پژوهش میتون(۲۰۰۴)، ژراپورن و همکاران(۲۰۰۸)، چی، کیم و لی (۲۰۰۹) و اجاوود و بن عمار(۲۰۱۰) است اما با نتایج یافته های ژراپورن و نینگ(۲۰۰۶) چی، کیم و لی (۲۰۰۹) و فخاری و یوسفعلی تبار(۱۳۸۹) 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 معنی‌دار و مثبت و سود سهمی تأثیر معنی‌دار و معکوسی بر بازده سود سهام نقدی دارد. این نتیجه نیز موید مطالعاتی چون لینتنر(۱۹۵۶)، جنسن(۱۹۸۶)، فاما و فرنچ(۲۰۰۱)، جان و کنیازاوا(۲۰۰۶)، رنیبوگ و تروجانوسکی (۲۰۰۷) و اجاوود و بن عمار(۲۰۱۰) می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته اند ۳۲٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

جدول ۴- نتایج آزمون معنی‌داری مدل رگرسیون و مدل ۱ فرضیه اول

بررسی هم خطی		$CD_{i,t} = \alpha + \beta_1(Audit_{i,t}) + \beta_2(Parent_{i,t}) + \beta_3(LI_{i,t}) + \beta_4(\Pr eDiv_{i,t}) + \beta_5(StockDiv_{i,t}) + \beta_6(MTB_{i,t}) + \beta_7(FCF_{i,t}) + \beta_8(ROE_{i,t}) + \beta_9(Lev_{i,t}) + \beta_{10}(Size_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$			
VIF	Tolerance	Sig	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
–	–	۰/۰۳۸	-۲/۰۸۶	-۰/۲۵۲	مقدار ثابت
۰/۸۶۹	۱/۱۵۰	۰/۳۰۵	۱/۰۲۶	۰/۰۳۳	مرجع حسابرسی شرکت
۰/۹۶۵	۱/۰۳۶	۰/۹۰۳	۰/۱۲۲	۰/۰۰۴	اصلی یا فرعی بودن شرکت
۰/۹۸۳	۱/۰۱۸	۰/۷۸۳	-۰/۲۷۶	-۰/۰۷۷	بازرس قانونی شرکت
۰/۹۳۴	۱/۰۷۰	۰/۰۰۰	۱۰/۱۲۴	۰/۴۹۲	سود سهام نقدی سال قبل
۰/۹۲۴	۱/۰۸۳	۰/۹۲۰	-۰/۱۰۰	-۰/۰۰۵	سود سهمی
۰/۷۲۹	۱/۳۷۱	۰/۲۱۹	۱/۲۳۲	۰/۰۰۵	فرصت سرمایه گذاری
۰/۷۹۸	۱/۲۵۳	۰/۰۵۱	۱/۹۵۵	۰/۲۷۵	جریان نقدی آزاد
۰/۶۵۰	۱/۵۳۹	۰/۰۰۰	۶/۰۶۰	۰/۴۶۲	سودآوری شرکت
۰/۹۳۳	۱/۰۷۲	۰/۰۷۳	-۱/۷۹۸	-۰/۲۸۱	اهرم شرکت

Archive of SID

www.SID.ir

اندازه شرکت	۰/۰۲۶	۲/۶۳۷	۰/۰۰۹	۱/۱۸۶	۰/۸۴۳
آماره F	۲۵/۲۸۶	آماره دوربین- واتسون		۲/۰۶۱	
P-Value	۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۹۳	

*منبع: یافته های پژوهشگر (ادامه جدول ۴)

جدول ۵- نتایج آزمون معنی‌داری مدل رگرسیون و مدل ۲ فرضیه اول

$$DY_{i,t} = \alpha + \beta_1(Audit_{i,t}) + \beta_2(Parent_{i,t}) + \beta_3(LI_{i,t}) + \beta_4(\Pr eDiv_{i,t}) + \beta_5(StockDiv_{i,t}) + \beta_6(MTB_{i,t}) + \beta_7(FCF_{i,t}) + \beta_8(ROE_{i,t}) + \beta_9(Lev_{i,t}) + \beta_{10}(Size_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	Sig	بررسی هم خطی	
				Tolerance	VIF
مقدار ثابت	-۰/۰۷۹	-۲/۲۸۹	۰/۰۲۳	-	-
مرجع حسابرسی شرکت	۰/۰۲۱	۲/۲۹۲	۰/۰۲۲	۱/۱۵۰	۰/۸۶۹
اصلی یا فرعی بودن شرکت	-۰/۰۱۲	-۱/۳۷۴	۰/۱۷۰	۱/۰۳۶	۰/۹۶۵
بازرس قانونی شرکت	-۰/۰۲۸	-۰/۳۵۲	۰/۷۲۵	۱/۰۱۸	۰/۹۸۳
سود سهام نقدی سال قبل	۰/۰۸۵	۶/۰۷۲	۰/۰۰۰	۱/۰۷۰	۰/۹۳۴
سود سهمی	-۰/۰۲۷	-۲/۰۲۴	۰/۰۴۴	۱/۰۸۳	۰/۹۲۴
فرصت سرمایه گذاری	-۰/۰۰۳	-۲/۶۱۵	۰/۰۰۹	۱/۳۷۱	۰/۷۲۹
جریان نقدی آزاد	۰/۱۲۲	۳/۰۲۳	۰/۰۰۳	۱/۲۵۳	۰/۷۹۸
سودآوری شرکت	۰/۱۶۵	۷/۶۲۷	۰/۰۰۰	۱/۵۳۹	۰/۶۵۰
اهرم شرکت	-۰/۰۸۱	-۱/۸۱۵	۰/۰۷۰	۱/۰۷۲	۰/۹۳۳
اندازه شرکت	۰/۰۰۸	۲/۷۷۳	۰/۰۰۶	۱/۱۸۶	۰/۸۴۳
آماره F	۱۸/۶۰۵	آماره دوربین- واتسون		۱/۷۲۵	
P-Value	۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۱۹	

*منبع: یافته های پژوهشگر

ب) فرضیه دوم پژوهش بیان می دارد:

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

برای آزمون فرضیه دوم نیز از دو مدل استفاده شده است که در جداول ۶ و ۷ ارائه می‌گردند.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول ۶- نتایج آزمون معنی‌داری مدل رگرسیون و مدل ۱ فرضیه دوم

$CD_{i,t} = \alpha + \beta_1(TR_{i,t}) + \beta_2(\Pr eDiv_{i,t}) + \beta_3(StockDiv_{i,t}) + \beta_4(MTB_{i,t}) + \beta_5(FCF_{i,t}) + \beta_6(ROE_{i,t}) + \beta_7(Lev_{i,t}) + \beta_8(Size_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$					بررسی هم خطی	
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	Sig		Tolerance	VIF
مقدار ثابت	-۰/۳۸۳	-۳/۲۹۸	۰/۰۰۱		-	-
شفافیت اطلاعات مالی	۰/۰۰۳	۴/۹۶۵	۰/۰۰۰		۱/۲۷۸	۰/۷۸۲
سود سهام نقدی سال قبل	۰/۴۳۰	۸/۸۷۶	۰/۰۰۰		۱/۱۴۰	۰/۸۷۷
سود سهمی	۰/۰۱۲	۰/۲۷۳	۰/۷۸۵		۱/۰۹۱	۰/۹۱۷
فرصت سرمایه گذاری	۰/۰۰۲	۰/۶۳۶	۰/۵۲۵		۱/۳۸۷	۰/۷۲۱
جریان نقدی آزاد	۰/۱۶۵	۱/۲۱۳	۰/۲۲۶		۱/۲۴۸	۰/۸۰۱
سودآوری شرکت	۰/۳۹۵	۵/۳۰۸	۰/۰۰۰		۱/۵۸۱	۰/۶۳۳
اهرم شرکت	-۰/۳۲۴	-۲/۱۴۲	۰/۰۳۳		۱/۰۷۵	۰/۹۳۰
اندازه شرکت	۰/۰۳۲	۳/۵۲۷	۰/۰۰۰		۱/۰۸۲	۰/۹۲۴
آماره F	۳۶/۷۲۱	آماره دوربین- واتسون			۲/۱۴۰	
P-Value	۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۴۳۲	

*منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون مدل (۱) فرضیه‌ی دوم که در جدول ۶ ارائه شده است، سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. آماره دوربین واتسون (۲/۰۹۵) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ 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 معنی‌دار و مثبتی بر نسبت سود سهام نقدی دارد. پس فرضیه دوم پژوهش را نمی‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ رد کرد. این موضوع موید فرضیه نتیجه و تئوری نمایندگی بوده و مطابق با پژوهش میتون(۲۰۰۴)، ژراپورن و همکاران (۲۰۰۸)، چی، کیم و لی (۲۰۰۹) و اجاوود و بن عمار(۲۰۱۰) است اما با نتایج یافته های ژراپورن و

Archive of SID

www.SID.ir

نینگ(۲۰۰۶) چی، کیم و لی (۲۰۰۹) و فخاری و یوسفعلی تبار(۱۳۸۹) مطابقت ندارد.

همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد متغیرهای کنترلی سود سهام نقدی سال قبل، جریان نقدی آزاد، سودآوری شرکت و اندازه شرکت تأثیر معنی‌دار و مثبت و اهرم تأثیر معنی‌دار 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 ۴۳٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. نتیجه آزمون مدل دوم فرضیه دوم در جدول ۷ ارائه شده است.

جدول۷- نتایج آزمون معنی‌داری مدل رگرسیون و مدل ۲ فرضیه دوم

بررسی هم خطی		$DY_{i,t} = \alpha + \beta_1(TR_{i,t}) + \beta_2(\Pr eDiv_{i,t}) + \beta_3(StockDiv_{i,t}) + \beta_4(MTB_{i,t}) + \beta_5(FCF_{i,t}) + \beta_6(ROE_{i,t}) + \beta_7(Lev_{i,t}) + \beta_8(Size_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$			
VIF	Tolerance	Sig	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
–	–	۰/۰۰۱	-۳/۴۱۶	-۰/۱۱۶	مقدار ثابت
۰/۷۸۴	۱/۲۷۵	۰/۰۰۳	۳/۰۰۹	۰/۰۰۱	شفافیت اطلاعات مالی
۰/۸۷۹	۱/۱۳۷	۰/۰۰۰	۵/۲۳۰	۰/۰۷۵	سود سهام نقدی سال قبل
۰/۹۲۳	۱/۰۸۴	۰/۰۵۴	-۱/۹۳۳	-۰/۰۲۵	سود سهمی
۰/۷۲۱	۱/۳۸۷	۰/۰۰۳	-۳/۰۱۹	-۰/۰۰۳	فرصت سرمایه گذاری
۰/۷۹۷	۱/۲۵۵	۰/۰۲۰	۲/۳۴۲	۰/۰۹۴	جریان نقدی آزاد
۰/۶۳۰	۱/۵۸۶	۰/۰۰۰	۷/۰۹۱	۰/۱۵۴	سودآوری شرکت
۰/۹۳۶	۱/۰۶۹	۰/۰۵۶	-۱/۹۲۰	-۰/۰۸۵	اهرم شرکت
۰/۹۶۲	۱/۰۸۰	۰/۰۰۰	۳/۷۹۴	۰/۰۱۰	اندازه شرکت
۱/۷۱۷		آماره دوربین- واتسون		۲۳/۹۰۵	آماره F
۰/۳۲۷		ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۰۰۰	P-Value

*منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون مدل (۲) فرضیه‌ی دوم که در جدول ۷ ارائه شده است، سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. آماره دوربین واتسون (۱/۷۱۷) در فاصله بین ۱/۵

Archive of SID

www.SID.ir

تا ۲/۵ 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 معنی‌دار و مثبتی بر بازده سود سهام نقدی دارد. پس فرضیه دوم پژوهش را نمی‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ 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 معنی‌داری بر بازده سود سهام نقدی دارند. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته اند که ۳۳٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

۸- بحث و نتیجه گیری

نتایج آزمون مدل(۱) فرضیه اول نشان می دهد که بعد کنترلی حاکمیت شرکتی(اصلی یا فرعی بودن شرکت، مرجع حسابرسی، و بازرس قانونی) تأثیری بر نسبت سود سهام نقدی ندارد. این نتیجه متفاوت از نتیجه پژوهش کوکی و گایزانی(۲۰۰۹) و عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) است. آنها در مطالعه خود وجود رابطه جایگزینی بین متغیر سود تقسیمی نقدی و شاخص حاکمیت را اثبات کرده بودند. یعنی شرکت‌های 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 شرکت‌های مورد بررسی نتوانسته است نقش جایگزین یا علامتی برای حمایت از منافع ذی نفعان را ایفا نمایند.از طرف دیگر، فرضیه نتیجه یا تئوری نمایندگی 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

Archive of SID

www.SID.ir

کند. علت این نتیجه می تواند ابعاد خاصی باشد که در مطالعات قبلی مورد توجه بوده است که متفاوت از ابعاد و شاخص های 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 مدل های رگرسیون به عنوان متغیر مستقل وارد شده است که طبیعتا به دلیل وجود خاصیت هم افزایی در شاخص های حاکمیت شرکتی، می‌تواند نتایج متفاوتی به دست آید.

در مدل دوم فرضیه اول از بین مولفه های موجود، وجود تأثیر مرجع حسابرسی (کیفیت حسابرسی) بر سیاست تقسیم سود تایید شد. یعنی مرجع حسابرسی تأثیر معنی‌دار و مثبتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارد که مطابق با پژوهش ژراپورن و همکاران(۲۰۰۸)، چی، کیم و لی (۲۰۰۹) و اجاوود و بن عمار(۲۰۱۰) است.

این نتیجه در راستای تایید 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 سرمایه گذاری در پروژه ها و اموری که باعث افزایش اعتبار آنها می‌شود، به نفع خود استفاده می کنند. فرضیه نتیجه، بیان می کند تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است. در واقع شرکت‌هایی که حقوق سهامداران در آن رعایت نمی‌شود، دچار مدیریت های فرصت طلب می شوند؛ زیرا مدیران دارای قدرت گستردهای بوده و با نظارت بسیار کمی از طرف صاحبان سهام مواجه می شوند. در این صورت، مدیران سعی می کنند که پول نقد را به جای توزیع بین سهامداران درون شرکت نگهدارند؛ بنابراین، پرداخت سود کمتر، نتیجه حاکمیت ضعیف تر است. اما اگر سهامداران قدرت کافی داشته باشند، می توانند بر سود تقسیمی اثر بگذارند.

یک فرض مهم نظریه‌ی نمایندگی این است که تایید کارهای کارگزار برای کارگمار مشکل و پیچیده است. حسابرسی مستقل یکی از با اهمیت ترین و در عین حال مؤثر ترین روش ها، برای همسو کردن منافع سهامداران و مدیران به شمار می رود. چرا که در باطن حسابرسان برای اعتبار بخشی به کارنامه مالی ارائه شده مدیران به سهامداران،

Archive of SID

www.SID.ir

به کار گرفته شده اند. هدف از اعمال مکانیزم های حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذی‌نفعان مختلف شرکت فرآهم آورد. حسابرسی مستقل اغلب به عنوان راهکاری برای حاکمیت شرکتی مطلوب به کار گرفته می شود. نهاد حسابرسی نقش تعیین کننده ای در مراقبت و کنترل اشتباهات سهوی اطلاعات حسابداری ایفا می کند. 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 می گیرند، حقوق صاحبان سهام بیشتر رعایت می‌شود. بنابراین، می توان 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 یافته های پژوهش‌های ارائه شده در مدل اول را تایید می‌کند.

نتایج آزمون مدل(۱) فرضیه دوم نشان می دهد که بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی تأثیر معنی‌داری و مثبتی بر نسبت سود سهام نقدی دارد. همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد 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(۲۰۰۴)، و ژراپورن و همکاران (۲۰۰۸)، چی، کیم و لی (۲۰۰۹) و اجاوود و بن عمار(۲۰۱۰) است.

نتایج آزمون مدل(۲) فرضیه دوم نشان می دهد که بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی تأثیر معنی‌داری و مثبتی بر بازده سود سهام نقدی دارد. همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد با فرض افزایش سطح خطای قابل قبول به ۶٪، 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.

Archive of SID

www.SID.ir

با توجه به یافته های پژوهش، پیشنهاد می شود که چون توزیع سود سهام برای سرمایه گذاران مطلوبیت دارد، هنگام سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار، مرجع حسابرسی شرکت را به عنوان عامل مؤثر بر تقسیم سود در نظر بگیرند.

با در نظر گرفتن یافته های پژوهش و با توجه به اینکه حسابرسی مستقل یکی از با اهمیت ترین و در عین حال مؤثر ترین روش ها، برای همسو کردن منافع سهامداران و مدیران به شمار می رود و به استناد نتایج مطالعه حاضر در شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی مورد حسابرسی قرار می گیرند، حقوق ذی نفعان بیشتر رعایت می‌شود، لذا، پیشنهاد می شود که تمامی ذی نفعان در تصمیم گیری های مربوط به سرمایه گذاری، اعطای اعتبار و مواردی از این دست، مرجع حسابرسی شرکت را مد نظر قرار دهند.

با در نظر گرفتن ادبیات و یافته های پژوهش، پیشنهاد می شود که شرکت‌ها به منظور افشای به موقع و ارتقای قابلیت اتکای گزارش ها، 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 استفاده کنندگان از گزارش های مالی به منظور بهبود تصمیم گیری و واکنش سریع به رویدادها و در نهایت در تخصیص بهینه منابع، امتیاز شفافیت شرکت‌ها را در نظر بگیرند.

با توجه به یافته های پژوهش، پیشنهاد می شود که سرمایه گذاران جهت اطلاع از سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، علاوه بر متغیرهای پیش گفته، عوامل سود سهام نقدی سال قبل، اندازه شرکت، جریان نقدی آزاد، سودآوری، فرصت سرمایه گذاری، اهرم و سود را نیز در نظر بگیرند.

Archive of SID

www.SID.ir

منابع

حساس یگانه، یحیی،(۱۳۸۸)، *"فلسفه حسابرسی"*، چاپ دوم، تهران، انتشارات علمی و فرهنگی.

ستایش، محمد حسین، مصطفی کاظم نژاد و مهدی ذوالفقاری، (۱۳۹۰)، *"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 ۷۴-۵۵.

شباهنگ، رضا،(۱۳۸۱)، *"تئوری حسابداری جلد اول"*، چاپ اول، تهران، انتشارات سازمان حسابرسی.

فخاری، حسین و نصیبه یوسفعلی‌تبار ،(۱۳۸۹)، *"بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"*، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۲، ص ۸۴-۶۹.

فروغی، داریوش، علی سعیدی و محسن اژدر ،(۱۳۸۸)، *"تاثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"*، تحقیقات حسابداری، سال ۱، شماره ۲، ص ۱۲۹-۱۱۴.

قائمی، محمد حسین و مهدی شهریاری ،(۱۳۸۸)، *"حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها"*، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۱، شماره ۱، ص ۱۲۸-۱۱۳.

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",

Archive of SID

www.SID.ir

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

Archive of SID

www.SID.ir

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.

Archive of SID

www.SID.ir