بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران
دوره ۱۷، شماره ۶۲
زمستان ۱۳۸۹
صص ۶۹ تا ۸۴

بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسین فخاری[۱]، نصیبه یوسفعلی تبار[۲]

چکیده: تئوری نمایندگی از مباحثی است که پژوهش‌های فراوانی را در ادبیات مالی به خود اختصاص داده است. این مقاله، برمبنای تئوری نمایندگی، به بررسی هزینه‌های نمایندگی در قالب سیاست تقسیم سود می‌پردازد. از آنجا که هزینه نمایندگی برحقوق سهامداران تأثیر داشته و حقوق سهامداران با حاکمیت شرکتی مرتبط است؛ بنابراین، این مقاله درصدد است تا ارتباط بین سود تقسیمی و حاکمیت شرکتی را ابزاری برای حل مشکل هزینه نمایندگی بررسی نماید. این پژوهش از نوع مطالعه توصیفی – همبستگی مبتنی بر تحلیل داده‌های ترکیبی است. ۱۲۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در طی دوره زمانی ۸۳– ۸۶ به‌عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. همچنین شاخص حاکمیت شرکتی، بر اساس چک لیستی که به هشت طبقه افشا، اخلاق تجاری، آموزش، رعایت الزامات قانونی، حسابرسی، مالکیت، ساختار هیئت مدیره، مدیریت دارایی‌ها و نقدینگی تقسیم شده بود، محاسبه شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، 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 می‌کنند و باوجود ارتباط معنادار حاکمیت شرکتی و تقسیم سود تأثیر حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود اندک است.

واژه‌های کلیدی: شاخص حاکمیت شرکتی، سیاست تقسیم سود، هزینه نمایندگی، فرضیه جایگزینی، فرضیه نتیجه

۱. استادیار دانشگاه مازندران، گروه حسابداری، ایران
۲. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی،ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۹/۲/۶
تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۸۹/۹/۱۷
نویسنده مسئول مقاله: حسین فخاری
Email: h.fakhari@ umz.ac.ir

Archive of SID
www.SID.ir

مقدمه

از مسایل مهمی که در سال‌های اخیر در پی رسوایی‌های گسترده مالی در سطح شرکت‌های بزرگ مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته و به‌عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه‌گذاران 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 سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان می‌پردازد. از طرفی دیگر، خط‌مشی تقسیم سود نیز، پژوهش‌های زیادی در امور مالی و حسابداری به همراه داشته است؛ اما تاکنون به‌طور کامل به این موضوع پاسخ داده نشده، که چرا شرکت‌ها سودشان را توزیع می‌کنند یا اینکه چرا، سرمایه‌گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. این مسئله به‌عنوان " معمای تقسیم سود " در امور مالی شناخته شده است [۷]. زیربنای اصلی هر دو گروه از پژوهش‌ها به عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و ذی‌نفعان و رابطه نمایندگی بین مدیران و سهامداران مرتبط است.

جنسن و مک لینگ با شرح هزینه نمایندگی که به علت نابرابری اطلاعات میان مدیریت و سهامداران ایجاد می‌شود، یکی از مکانیزم‌های کاهش این هزینه را کاهش جریان نقد آزاد در دسترس مدیران عنوان کردند که از طریق پرداخت سود تقسیمی حاصل می‌شود [۱۴]. سود تقسیمی هزینه نمایندگی را به‌وسیله‌ی توزیع جریان نقد آزاد که در پروژه‌های بی-ثمرتوسط مدیریت سرمایه‌گذاری می‌شود، کاهش می‌دهد [۱۳]. بنابراین، براساس تئوری نمایندگی، اغلب انتظار می‌رود که مدیران، 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، نیازمند ساختاری برای نظارت هستند [۸]. حاکمیت شرکتی، ابزاری برای ایجاد توازن بین سهامداران و مدیریت است و سبب کاهش مشکلات نمایندگی می‌شود و این احتمال که مدیران، سیاست تقسیم سود کمتر از حد مطلوب را در پیش گیرند، کم می‌کند. بنابراین، انتظار داریم؛ شاخص حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود تأثیر داشته باشد [۱۶].

با توجه به موارد فوق این پرسش مطرح می‌شود آیا ارتباط معناداری بین سیاست تقسیم سود و شاخص حاکمیت شرکتی در شرکت‌های ایرانی وجود دارد؟

هدف اصلی این مطالعه، بررسی ارتباط بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اهمیت این پژوهش این است

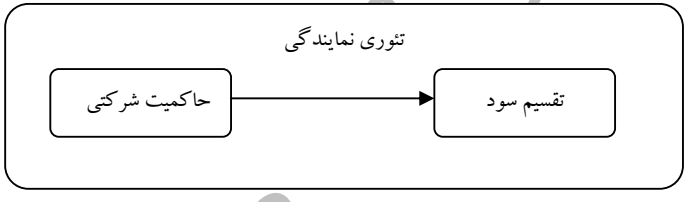
Archive of SID

www.SID.ir

که به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم گیرندگان نشان می‌دهد؛ چه ارتباطی بین سود تقسیمی و حاکمیت شرکتی وجود دارد و آن‌ها براساس این نتایج می‌توانند تصمیمات آگاهانه‌تری اخذ کنند. سرمایه‌گذاران می‌توانند علاوه‌بر سود تقسیمی به نرخ حاکمیت شرکتی و اعتلای حقوق سهامداران و ذی‌نفعان در شرکت توجه کنند و بورس اوراق بهادار می‌تواند با توجه به نتایج حاصل، برای شرکت‌ها و مدیریت آن‌ها، قوانین لازم الاجرای مناسبی را تدوین نمایند.

بر مبنای تئوری‌های موجود، چارچوب مفهومی پژوهش حاضر را به‌صورت زیرمی‌توان ارایه داد.

جدول ۱. چارچوب مفهومی پژوهش



بدین معنی که ارتباط بین تقسیم سود و شاخص حاکمیت شرکتی در چارچوب تئوری نمایندگی قابل بحث بوده و اجرای حاکمیت شرکتی سازوکاری است که می‌تواند از سوی مدیران برای کاهش هزینه نمایندگی از سوی مدیران به‌کار گرفته شود.

در ادامه خلاصه‌ای از ادبیات موضوع و فرضیه‌های مطرح شده و پس از تشریح متغیرهای مورد استفاده در پژوهش مدل پژوهش ارایه می‌شود. در بخش‌های بعد روش پژوهش، جامعه و نمونه‌ی آماری و یافته‌های پژوهش مورد بحث قرار گرفته و پیشنهادهای پژوهش ارایه می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش

به عقیده گراسمن و هارت (۱۹۸۰) و جنسن (۱۹۸۶) سیاست تقسیم سود تضاد نمایندگی را با کاهش جریان نقدی آزاد در دسترس مدیران کاهش می‌دهد؛ زیرا مدیران حتماً به نفع سهامداران عمل نمی‌کنند. اگر مدیران مقدار سود تقسیمی را افزایش دهند؛ مقدار جریان نقد آزاد کاهش می‌یابد. بنابراین، مشکل جریان نقد آزاد کاهش می‌یابد. همچنین،

www.SID.ir

پرداخت سود سهام، به کنترل مشکل نمایندگی کمک می‌کند [۱۳]. پرداخت سود به سهامداران، منابع تحت کنترل مدیران و بالتبع قدرت مدیر را کاهش می‌دهد؛ همچنین احتمال نظارت بازار سرمایه را بر شرکت افزایش می دهد؛ زیرا با پرداخت سود تقسیمی، احتمال انتشار سهام جدید شرکت افزایش می‌یابد [۱۲] و این مسئله باعث بررسی شرکت توسط بانک‌های سرمایه‌گذار، بورس اوراق بهادار و عرضه‌کنندگان سرمایه می‌شود. نظارت دقیق شرکت به‌وسیله‌ی بازارهای سرمایه به کم کردن رفتار فرصت‌طلبانه مدیران و درنهایت هزینه نمایندگی کمک می‌کند؛ بنابراین،ا سود تقسیمی به کاهش نابرابری اطلاعاتی و تضاد نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران کمک کرده و اگر سیستم حاکمیت شرکتی خوب عمل کند، مشکلات اطلاعاتی ونظارتی کمتری وجود خواهد داشت [۱۹].

بر مبنای مدل نمایندگی دو فرضیه در توجیه رفتار سود تقسیمی در ادبیات مالی ارایه شده است: ۱. فرضیه نتیجه ۲. فرضیه جایگزینی. فرضیه نتیجه مبتنی بر فرضیه جریان نقد آزاد است. بر مبنای فرضیه جریان نقد آزاد، مدیران فرصت‌طلب، از وجوه آزاد به‌منظور سرمایه-گذاری در پروژه‌ها و اموری که باعث افزایش پرستیژ و ابهت و شهرت آن‌ها می‌شود، به نفع خود استفاده می‌کنند [۱۵]. فرضیه نتیجه، بیان می‌کند تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است. در واقع شرکت‌هایی که حقوق سهامداران در آن رعایت نمی-شود، دچار مدیریت‌های فرصت‌طلب می‌شوند؛ زیرا مدیران دارای قدرت گسترده‌ای بوده و با نظارت بسیار کمی از طرف صاحبان سهام مواجه می‌شوند. در این‌صورت، مدیران سعی می‌کنند که پول نقد را به جای توزیع بین سهامداران درون شرکت نگهدارند؛بنابراین، پرداخت سود کمتر، نتیجه حاکمیت ضعیف‌تر است. اما اگر سهامداران قدرت کافی داشته باشند، می‌توانند بر سود تقسیمی اثر بگذارند [۹].

فرضیه دیگر در توجیه توزیع سود، فرضیه جایگزینی است. براساس این نظریه توزیع سود، جایگزین حقوق صاحبان سهام می‌شود؛ یعنی شرکت‌های با حاکمیت ضعیف‌تر، سود تقسیمی بیشتری می‌پردازند تا جانشینی برای مدیریت ضعیف آن‌ها باشد. این مبحث به-خصوص روی نیاز شرکت برای تأمین مالی از طریق بازارهای سرمایه‌ای بیرونی تمرکز می‌کند. شرکت‌ها برای تأمین مالی خارجی، باید دارای اعتبار قابل‌قبولی باشند و یک راه برای ایجاد چنین اعتباری پرداخت سود سهام است. رفتار خوب با سهامداران برای

Archive of SID

www.SID.ir

شرکت‌هایی که حقوق سهامداران در آن ضعیف است، باعث اعتبار شرکت می‌شود. بنابراین، پرداخت سود سهام، بزرگ‌ترین دستاورد اعتباری برای این‌گونه شرکت‌ها است. البته اگر شرکت‌ها دارای ساختار حاکمیت قوی باشند، نیاز به مکانیزم اعتباری و همچنین پرداخت سود سهام توسط آن‌ها کمتر می‌شود [۱۵]. پژوهشگران زیادی در راستای بررسی این فرضیه‌ها، به پژوهش پرداخته‌اند.

او در سال(۲۰۰۲)، در پژوهشی از۲۲ بازار نوظهور نشان داد که هرچه عوامل حاکمیت شرکتی خارجی شامل الزامات افشا اطلاعات، قوانین تجاری کشورو مقررات بازار سهام بهبود یابد، نقش سود سهام در کنترل هزینه نمایندگی کاهش می‌یابد. او در پژوهشش رابطه جایگزینی را اثبات کرد [۲۰].

میتون در سال (۲۰۰۴) با استفاده از مدل‌های نمایندگی نشان داد، شرکت‌ها با نرخ حاکمیت شرکتی بالاتر، پرداخت سود بالاتری دارند و در شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی قوی‌تر است رابطه منفی قوی‌تری بین رشد و سود تقسیمی وجود دارد [۹].

سوییکی در سال (۲۰۰۶) با استفاده از دو فرضیه جایگزینی و نتیجه به نتایج متفاوتی قبل و بعد از بحران مالی آسیا دست یافت. نتایج قبل از بحران، بیانگر ارتباط معکوس بین حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود بوده و بعد از بحران این رابطه در جهت مثبت تغییر می‌کند [۱۸].

پرونزیت و ایکسی در سال(۲۰۰۶) نشان دادند، رابطه‌ای معکوس بین بازده سود سهام و قدرت صاحبان سهام برقرار است. هرچه حقوق صاحبان سهام بیشتر نادیده گرفته می‌شود، سازمان‌ها سود سهام بالاتری را پرداخت می‌کنند. نتایج آن‌ها تأییدی بر فرضیه جایگزینی است [۱].

کوالسکی، استتسیاک،تالاورا در سال(۲۰۰۷)، با استفاده از دو فرضیه نتیجه و جایگزینی به این نتیجه رسیدند که، اگرحقوق سهامداران بهتر رعایت شود شرکت‌ها سود بالاتری می‌پردازند، به‌ویژه هنگامی‌که فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف است [۱۳].

پرونزیت و همکاران درسال(۲۰۰۸) نشان دادند؛ رابطه مثبتی بین کیفیت حاکمیت شرکتی و سود تقسیمی برقرار است. این نتایج بعد از کنترل ویژگی‌های شرکت از جمله اندازه، سودآوری، اثر مالیاتی و فرصت‌های رشد، نیز تغییر نمی‌کند [۱۷].

Archive of SID

www.SID.ir

گاری و گونزالس در سال ۲۰۰۸ به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت پرداختند، یافته‌های آن‌ها نشان از وجود ارتباط مثبت بین سازکارهای حاکمیت شرکتی و ارش شرکت بود [۱۱].

چای و همکاران در سال(۲۰۰۹) نشان دادند؛ شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی مؤثرتر با محدودیت‌های تأمین مالی خارجی بالاتر، سود سهام کمتری می‌پردازند، در حالی‌که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر با محدودیت‌های تأمین مالی خارجی کمتر، سود سهام بیشتری می‌پردازند [۱۰].

با وجود پژوهش‌های انجام شده در کشورهای دیگر تاکنون در ایران پژوهش مشابهی انجام نشده است. اگرچه سازه‌های حاکمیت شرکتی و تقسیم سود به تنهایی مورد بررسی قرارگرفته‌اند. مثل حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها (فخاری و دریائی ۱۳۸۷ مشایخ ۱۳۸۵. [۳] و قائمی ۱۳۸۵. [۲] و نمازی ۱۳۸۷. [۶]) و در مورد تقسیم سود(کاوه مهرانی ۱۳۸۳ . [۱] و ساسان مهرانی۱۳۸۴. [۴] وجهانخانی۱۳۸۴ . [۱]) به‌همین دلیل و همچنین نو بودن موضوع و ضرورت اجرای حاکمیت شرکتی در کشور که آیین‌نامه پیشنهادی آن توسط بورس اوراق بهادار در سال۱۳۸۵ ارایه شده است. این پژوهش در تلاش است تا این موضوع را در رابطه با شرکت‌های پذیرفته شده در بازارسرمایه نو ظهور ایران مورد بررسی قرار دهد.

فرضیه پژوهش

این پژوهش برمبنای پژوهش پرونزیت(۲۰۰۶)، و با توجه به مدل ارایه شده او در بازار نوظهور ایران انجام شده است و انتظار می‌رود که رفتار مدیران را در نحوه‌ی تقسیم سود توجیه نموده و برای سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران بورس ازجهت ارتباط بین درجه حاکمیت شرکتی و نوع تقسیم سود مفید باشد. بر این مبنا بر اساس ادبیات پژوهش، فرضیه پژوهش به‌صورت زیر بیان می‌شود: « رابطه معناداری بین سود تقسیمی و شاخص حاکمیت شرکتی وجود دارد».

Archive of SID

www.SID.ir

روش پژوهش

این پژوهش توصیفی - همبستگی مبتنی بر تحلیل داده‌های ترکیبی است و از نظر نوع پژوهش کاربردی تلقی می‌شود. در تحلیل داده‌ها از روش‌های همبستگی و رگرسیون پروبیت و رگرسیون داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت به‌وسیله‌ی نرم‌افزارEviews استفاده شده است.

جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از سال ۸۳ تا۸۶ در فهرست شرکت‌های بورس قرار داشته باشند. این نمونه‌ها شامل شرکت‌هایی است که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی نباشند؛ زیرا افشای مالی و ساختار حاکمیت شرکتی در آن‌ها متفاوت است. سال مالی تمامی شرکت‌ها پایان اسفند ماه باشد؛ زیرا در آغاز هرسال، با افزایش سطح عمومی قیمت‌ها مواجه خواهیم بود. اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشند.

با توجه به محدودیت‌های اعمال شده تعداد ۱۲۵ شرکت انتخاب شدند که اطلاعات این شرکت‌ها از سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده است.

روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی لاتین گردآوری شده است. اطلاعات مربوط به شاخص حاکمیت شرکتی از یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی و صورتجلسات مجمع و گزارش مدیریت به مجمع به‌دست آمده است.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش شامل متغیر وابسته، مستقل و کنترلی است.

Archive of SID

www.SID.ir

متغیر وابسته: سود تقسیمی، سود سهام مصوب پرداخت شده به سهامداران در پایان سال مالی است. از دو متغیر بازده سود تقسیمی، سود تقسیمی مجازی استفاده شده است.
متغیرمستقل: شاخص حاکمیت شرکتی، شاخصی است که به‌وسیله‌ی آن میزان رعایت استانداردهای مربوط به حاکمیت شرکتی به‌وسیله‌ی شرکت‌ها نشان داده می‌شود. در کشورهای مختلف سازمان‌های مختلفی این رتبه‌بندی را انجام می‌دهند؛ اما در کشور ما نهاد خاصی برای این کار وجود ندارد. بنابراین، نرخ حاکمیت شرکتی، بر اساس چک لیستی که به هشت طبقه افشا، اخلاق تجاری، آموزش، رعایت الزامات قانونی، حسابرسی، مالکیت، ساختار هیئت مدیره، مدیریت دارایی‌ها و نقدینگی تقسیم شده بود، محاسبه شده است.
همچنین در این پژوهش، از متغیرهای کنترلی به‌منظور یکسان‌سازی شرکت‌ها از نظر سایر عوامل تأثیرگذار استفاده شده است. این متغیرها شامل اندازه شرکت، سودآوری، رشد و اهرم مالی هستند.
از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها به‌عنوان نماینده اندازه شرکت استفاده شده است. هرچه اندازه شرکت بیشتر باشد، انتظار می‌رود پرداخت سود تقسیمی بیشتر شود. بدیهی است که اندازه شرکت تعیین کننده حجم و گستردگی فعالیت یک شرکت است. هرچه، اندازه شرکت بیشتر باشد، نشان دهنده‌ی عدم فرصت رشد شرکت است. بنابراین، فرض می‌شود این شرکت‌ها بیشتر جریان نقد آزادشان را به جای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های رشد، به سهامداران بپردازند. در ضمن پرداخت سود اصولاً در چرخه عمر شرکت تغییر می‌کند. برای کنترل چرخه عمر از متغیر اندازه و رشد استفاده شده است [۱۳].
برای کنترل رشد شرکت ازشاخص q توبین (شاخص اقتصادی رشد شرکت) استفاده شده است؛ زیرا تقاضای شرکت‌ها برای وجوه سرمایه‌گذاری آتی به‌وسیله q توبین اندازه‌گیری می‌شود که انتظار می‌رود اثر منفی بر سود تقسیمی داشته باشد [۱۳]. در این پژوهش، رشد شرکت بر اساس روش چانگ و پرویت محاسبه شده است: یعنی نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها [۱۶].
با توجه به اینکه اهرم مالی، از جهت کاهش هزینه تأمین مالی و شرایط اعتباری تأمین مالی بر سیاست‌های توزیع سود سهام مؤثر است، از نسبت بدهی‌های بلندمدت به مجموع

Archive of SID

www.SID.ir

دارایی‌ها به‌عنوان نماینده اهرم استفاده شده است. بنابراین؛ انتظار می‌رود شرکت‌های با اهرم مالی بیشتر، سود کمتری پرداخت کنند [۱۶].

همچنین بر اساس ادبیات پژوهش، مشخص شده، سودآوری برسیاست‌های تقسیم سود مؤثراست. بنابراین، برای کنترل سودآوری از نسبت EBIT به دارایی استفاده کرده‌ایم. به‌طور کلی سودآوری بیشتر احتمال رشد آتی بیشتر را نشان می‌دهد. دلیل استفاده از EBIT برای کنترل سودآوری این است که تحت تأثیر ساختار بدهی شرکت نیست. سودآوری بیشتر بیانگر دسترسی به منابع بیشتر برای توزیع وجوه شرکت است؛ بنابراین، انتظار می‌رود رابطه مثبتی میان سودآوری و پرداخت سود تقسیمی وجود داشته باشد [۱۳].

مدل پژوهش

براساس توضیح‌های گفته شده مدل پژوهش به شکل زیر ارایه می‌شود:

$$DVI = a_i + \beta_1 CG + \beta_2 fsize + \beta_3 \text{profitability} + \beta_4 \text{Leverage} + \beta_5 Q + e_{it}$$

DVI: سود تقسیمی به دو صورت زیر محاسبه می‌شود:

متغیر ۱- بازده سود تقسیمی: سود تقسیمی به قیمت سهام پایان سال

متغیر ۲- سود تقسیمی مجازی

در بررسی ارتباط متغیر دوم و حاکمیت شرکتی می‌خواهیم ببینیم آیا حاکمیت شرکتی تأثیر بر تصمیم‌گیری برای پرداخت یا عدم پرداخت سود سهام دارد یا خیر؟ متغیر سود، در صورتی‌که شرکت سود بپردازد؛ برابر یک و در غیر این‌صورت برابر صفر خواهد بود.

CG: شاخص حاکمیت شرکتی

fsize: اندازه شرکت، (دارایی ln)

Profitability: سودآوری (EBIT به دارایی)، EBIT: سود قبل از کسر بهره و مالیات

Leverage: اهرم مالی (نسبت بدهی بلندمدت به دارایی کل)

Q: رشد(عملکرد اقتصادی) شرکت. براساس روش چانگ و پرویت ۱۹۹۴ محاسبه می‌شود: نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها

Archive of SID

www.SID.ir

یافته‌ها و تجزیه و تحلیل نتایج

آمار توصیفی داده‌ها در جدول ۲ نشان داده شده است. میانگین بازده سود نقدی در حدود ۷٪ و میانه آن ۵٪ است و نشانگر این است که بازده سود نقدی اکثر شرکت‌ها بیشتر از میانه بازده است. انحراف معیار این متغیر نشان می‌دهد، پراکندگی پرداخت سود در میان شرکت‌ها کم است. میانگین شاخص حاکمیت شرکتی ۱۲/۷۷ و میانه آن در طی دوره نمونه ۱۳ است و نشان می‌دهد شاخص حاکمیت شرکت‌ها نزدیک به‌هم بوده و اکثر شرکت‌ها از میانه پایین‌تر بوده‌اند. همچنین از آنجایی که برای اهرم مالی از شاخص بدهی بلندمدت به دارایی کل استفاده شده است در نمونه مورد بررسی شرکت‌هایی بوده‌اند که دارای بدهی بلندمدت صفر بوده‌اند شرکت پلاستیران در سال۸۴ و سپهررنگ در سال۸۳.

جدول۲. آمار توصیفی – تعداد مشاهدات۵۰۰

کمیت آماری / متغیر	میانگین	میانه	مینیمم	ماکزیمم	انحراف استاندارد
سود تقسیمی به قیمت	۰/۰۷۶	۰/۰۵۷	۰	۰/۳۹۸	۰/۰۷۶۹
حاکمیت شرکتی	۱۲/۷۷	۱۳	۸	۱۷	۱/۵۹۲
اندازه شرکت	۲۶/۵۳۶	۲۶/۴۱۶	۲۲/۷۳	۳۱/۸۸	۰/۷
اهرم مالی	۰/۰۹۷	۰/۰۵۵	۰	۱/۲۲۵	۰/۱۱۶
سودآوری	۰/۱۰۸	۰/۱۱۲	−۲/۹۳۸	۰/۶۱	۰/۲۲۱
Q توبین	۱/۶۷	۱/۳	۰/۷۷	۱۳/۴۱	۱/۱۷۶

آزمون همبستگی

در جدول ۳ ضرایب همبستگی پیرسون بین دو متغیر شاخص حاکمیت شرکتی و بازده سود تقسیمی نشان داده شده است که نشان دهنده رابطه خطی و معنادار است.

جدول۳.آزمون همبستگی پیرسون

حاکمیت شرکتی	R-۰/۱۰۳
و بازده سود نقدی	sig*(۰/۰۲۱)

*نشان دهنده‌ی معناداری مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ است.

Archive of SID

www.SID.ir

با توجه به همبستگی به‌دست آمده و نرمال بودن داده‌ها آزمون‌های مربوط به فرضیه‌های انجام شده است.

آزمون پروبیت

در بررسی مدل۱، (جدول۴) می‌خواهیم ببینیم آیا نرخ حاکمیت شرکتی تأثیری بر تصمیم-گیری برای پرداخت و یا عدم پرداخت سود دارد یا نه؟ نتایج نشان می‌دهد؛ بین حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود، رابطه معکوس برقرار است. این نتیجه تأیید کننده فرضیه جایگزینی در توجیه رفتار سود توزیعی توسط شرکت‌های ایرانی است. متغیر وابسته در این مدل، متغیر موهومی است که در صورتی که شرکت‌هاسود سهام را بپردازند؛ برابر یک خواهد بود و در صورت عدم پرداخت برابر صفر خواهد بود. همانطور که در جدول مشاهده می‌شود، شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی در آن ضعیف‌تر است، به احتمال بیشتری سود سهام می‌پردازند. (۲/۴۱۴ – = z در سطح اطمینان ۵٪) و متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، سودآوری و رشد شرکت، در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار هستند. اما اهرم مالی با احتمال ۰/۹۱ معنادار نیست. دلیل آن احتمالاً به ساختار تأمین مالی شرکت‌ها مربوط می‌شود که در ایران اغلب از طریق بانک‌ها انجام می‌شود و ارتباطی با توزیع سود ندارد. تعداد شرکت‌ها و سالی که سود را پرداخت کرده‌اند ۳۸۷ و تعدادی که سودی پرداخت نکرده‌اند، ۱۱۳ بوده است. این یافته مطابق با یافته پرونزیت(۲۰۰۶)، [۱۱] در رابطه با تأثیر حاکمیت شرکتی بر پرداخت یا عدم پرداخت سود است.

جدول ۴. آزمون پروبیت

متغیر توضیحی	ضریب	آماره z	P – value
حاکمیت شرکتی*	-۱/۲۴۶	-۲/۴۱۴	۰/۰۱۵۸
اندازه شرکت**	۰/۱۳۳	۲/۷۲۹	۰/۰۰۶۳
اهرم	۰/۰۸۷	۰/۱۱	۰/ ۹۱
سودآوری**	۱۵/۸۵	۹/۸۰۴	۰/۰۰۰
Q توبین**	-۰/۶۱۵	-۳/۶۰۲	۰/۰۰۰۳
Akaike info criterion	۰/۵۰۶	Schwarz criterion	۰/۵۴۹
criter Hannan-Quinn	۰/۵۲۳	Log likelihood	-۱۲۱/۷۱

علامت های ** و * نشان دهنده معنادار بودن متغیر در سطح اطمینان ۹۹ و ۹۵ درصد هستند.

Archive of SID

www.SID.ir

برآورد مدل رگرسیون چند متغیره

در جدول ۵، آماره F به میزان ۱۶۰/۱۸ بیانگر معناداری مدل در سطح خطای ۱ درصد است. رابطه بین بازده سود تقسیمی و حاکمیت شرکتی با t آماری برابر ۱/۹۸۶- و P-value برابر ۰/۰۴ در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. با وجود معناداری این رابطه، تأثیر حاکمیت بر بازده سود تقسیمی، ناچیز(۰/۰۰۳۵-) است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده این مدل، ۵۰٪ است و بیانگر آن است که متغیر نرخ حاکمیت شرکتی واندازه شرکت ۵۰٪ تغییرات بازده سود نقدی را تبیین می کنند. اندازه شرکت با t آماری ۱/۵۶ و احتمال ۰/۴۰۱۱ در سطح ۵٪ معنادار است. سودآوری و q توبین و اهرم مالی معنادار نیستندکه این مسئله ممکن است ناشی از همخطی بین متغیرهای کنترلی باشد.

جدول ۵. جدول آزمون فرضیه پژوهش

متغیر وابسته: سود تقسیمی به قیمت			
متغیر توضیحی	**ضریب**	**آماره t**	**P - value**
حاکمیت شرکتی*	۰/۰۰۳۵-	۱/۹۸۶-	۰/۰۴
اندازه شرکت*	۰/۰۰۲	۱/۵۶۳	۰/۰۱۱
اهرم مالی	۰/۰۱۵	۰/۳۷۳	۰/۷۱
سودآوری	۰/۰۳۱	۱/۲۲۶	۰/۲۲
Q توبین	۰/۰۰۱۶-	۰/۴۱-	۰/۶۸
آماره F	۱۶۰/۱۸	**آماره دوربین واتسون**	۲/۱۰
P- value	۰/۰۰۰	ضریب تعیین **تعدیل شده**	٪۵۰

علامت * نشان دهنده معنادار بودن متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد است.

به‌دلیل وجود همخطی، رگرسیون‌های جداگانه‌ای از حاکمیت شرکتی و متغیرهای کنترلی برمبنای داده‌های ترکیبی انجام شده است. همان‌طورکه در جدول ۶ مشاهده می‌شود، اهرم مالی و سودآوری در سطح خطای ۵٪ اثر معناداری بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و سود تقسیمی نمی‌گذارند.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول۶. جدول آزمون هم‌خطی متغیرهای مستقل پژوهش

	اندازه	اهرم مالی	سودآوری	Q توبین
ضریب	۰/۰۳	-۰/۰۲۰	۰/۰۴	-۰/۰۰۸
آماره t	۳/۵۵	-۰/۷۶	۱/۸۳۶	-۲/۷۸
P - value	۰/۰۰۰۴	۰/۴۴	۰/۰۶	۰/۰۰۵۶

یافته‌های پژوهش مطابق با یافته‌های پرونزیت و ایکسی در سال(۲۰۰۶) است. آن‌ها در مقاله خود وجود رابطه جایگزینی بین متغیر سود تقسیمی نقدی و شاخص حاکمیت (شاخص گمپرس، ایشی و متریک) را اثبات کرده بودند. اما نتیجه ما متفاوت با پژوهش بعدی پرونزیت و همکارانش (۲۰۰۸) در رابطه با سیاست تقسیم سود و کیفیت حاکمیت شرکتی است. آن‌ها در این پژوهش مدل نتیجه را اثبات کردند. شاخصی که آن‌ها برای اندازه-گیری حاکمیت به‌کار بردند؛ شامل هشت طبقه هیئت مدیره، کیفیت حسابرسی، اساسنامه، کیفیت مدیران، پاداش مدیران اجرایی، مالکیت، کیفیت مشارکت است.این مسئله نشان می‌دهد؛ معیارهای مورد استفاده در شاخص حاکمیت بسیار مهم است. پرونزیت در مقاله دوم علت این نتیجه را استفاده از یک شاخص جامع حاکمیت قلمداد می‌کند. آن‌ها در مقاله خود اثر هر طبقه از شاخص حاکمیت را به‌طور جداگانه مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوس بین این دو متغیر برقرار است، در حالی‌که با استفاده از یک شاخص جامع، آن‌ها فرضیه نتیجه را اثبات کردند. همچنین نتایج ما، برخلاف نتایج میتون، کوالسکی و همکارانش است. میتون برای اندازه‌گیری نرخ حاکمیت شرکتی در شرکت از نرخ حاکمیت شرکتی که به‌وسیله ClSA Credit Lyonnais Securities) (Asia تهیه شده، استفاده کرد. تحلیلگران CLSA، عملکرد شرکت‌های بازار نوظهور را در ۷ حوزه و ۵۷ قسمت بررسی می‌کنند. حوزه‌های مورد بحث: انضباط مدیریت، شفافیت، استقلال، مسئولیت‌پذیری، پاسخ‌گویی، عدالت و مسئولیت اجتماعی است. نمره حاکمیت از ۱-۱۰۰بوده و نمره‌ی بالاتر نشان دهنده‌ی حاکمیت قوی‌تر است. کوالسکی ازشاخص افشا شفافیت برای اندازه‌گیری حاکمیت استفاده کرده است (شاخص هیئت مدیره، سهامداران، افشا). نتایج ما مشابه با نتایج وی است، او در مقاله خود، ازشیوه‌های حاکمیت خارجی استفاده کرد که شامل افشای اطلاعات، قوانین تجاری داخلی، اصول بازار سهام است.

www.SID.ir

بازنگری پژوهش‌های گذشته نشان می‌دهد، یافته‌ها تا حدودی با هم متفاوت هستند و این مسئله همانطور که اشاره شد، به‌علت استفاده از معیارهای مختلف در اندازه‌گیری شاخص حاکمیت شرکتی بوده است؛ اما همه نتایج نشان می‌دهند حاکمیت شرکتی گزینه‌ی تأثیرگذاری در تعیین سیاست تقسیم سود شرکت‌هاست.

نتیجه‌گیری

نتایج آزمون فرضیه با استفاده از اطلاعات مربوط به شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره ۱۳۸۳-۱۳۸۶ نشان می‌دهد، بین سیاست تقسیم سود شرکت و نرخ حاکمیت شرکتی رابطه معکوس وجود دارد. در بین متغیرهای کنترلی دلیل عدم تأثیرگذاری اهرم مالی احتمالاً به ساختار تأمین مالی شرکت‌ها مربوط می‌شود که در ایران اغلب از طریق بانک‌ها انجام می‌گیرد و ارتباطی با توزیع سود ندارد. علت معنادار نبودن سودآوری نیز احتمالاً به این دلیل است که شرکت‌ها بر اساس سود خالص سالانه، اقدام به توزیع سود می‌کنند نه براساس سود عملیاتی.

شواهد موجود از وجود رابطه جایگزینی بین دو متغیرسود تقسیمی و نرخ حاکمیت شرکتی پشتیبانی می‌کند (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 شرکت‌ها در ایران اغلب از طریق وام و سهام تأمین می‌شود و کسب اعتبار برای آن‌ها امر مهمی به‌شمار می‌آید؛ بنابراین، برای جلب نظر مساعد سهامداران و سرمایه‌گذاران در شرکت‌هایی که حقوق سهامداران ضعیف‌تر است، سود نقدی بیشتری پرداخت می‌شود.

بر مبنای یافته‌های پژوهش می‌توان به سرمایه‌گذاران توصیه نمود. در تشکیل پرتفوی خود، علاوه‌برسود تقسیمی به نرخ حاکمیت شرکتی نیزتوجه کافی مبذول دارند؛ زیرا که 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 شرکت‌های بورس بپردازند. همچنین وجود یک بازار نیروی کار مدیریت فعال و کارآمد، نقش مهمی در نظارت و کنترل مدیران ایفا می‌کند؛ بنابراین، ایجاد چنین بازاری در کشور، ضروری به‌نظر

Archive of SID

www.SID.ir

می‌رسد. در نهایت ایجاد سازمان‌هایی که بتوانند شاخص حاکمیت شرکتی را محاسبه کنند الزامی است؛ زیرا وجود چنین شاخصی علاوه‌بر رتبه‌بندی شرکت‌ها می‌تواند برای حسابرسان، سیاست‌گذاران و عموم مردم در قضاوت راجع به شرکت‌ها مؤثر باشد.

نکته نهایی اینکه یافته‌های پژوهش با توجه به دسترسی داده‌ها در مورد شرکت‌های بورس انجام شده است؛ بنابراین، در مورد تعمیم یافته‌ها به سایر شرکت‌ها باید جانب احتیاط را رعایت نمود.

منابع

۱. جهانخانی علی، قربانی سعید. شناسایی عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. فصلنامه تحقیقات مالی ۱۳۸۴؛ ۲۰.

۲. قائمی محمدحسین، مهدی شهریاری. حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها. پیشرفت-های حسابداری ۱۳۸۸؛سال اول شماره ۱.

۳. مشایخ شهناز، اسماعیلی مریم. کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبردی در شرکت‌های بورس. بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۵؛ ۴۵.

۴. مهرانی ساسان، تالانه عبدالرضا. تقسیم سود شرکت‌ها. ماهنامه حسابدار ۱۳۷۷؛ ۱۲۵.

۵. مهرانی کاوه، بهرام‌فر نقی. بررسی رابطه بین سود تقسیمی و سود هرسهم و سرمایه-گذاری در بورس اوراق بهادار. بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۳؛ ۱۲۸.

۶. نمازی محمد، کرمانی احسان. تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی۱۳۸۷؛ ۵۳.

7. Adaoglu Cahit. Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange_ISE/corporations: evidence from an emerging market, Emerging Markets Review 2000; 1: 252-270.

8. Bhagat Sanjai, Bolton Brian. Corporate governance and firm performance, Journal of Corporate Finance 2008; 14: 257-273.

9. Blau Benjamin, Fuller Kathleen. Flexibility and dividends, Journal of Corporate Finance 2008; 14: 133-152.

10. Chae Joon, Kim Sungmin. Lee Eunjung. Corporate Governance and Dividend Policy under external financing onstraints and agency problems. Journal of Banking & Finance 2009.

Archive of SID

www.SID.ir

11. Garay Urbi, Gonzalez Maximilian. Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela, Journal compilation 2008; 16(3): 194-209.

12. Jensen C Michael. Agency cost of free Cash Flow, corporate finance, and takeovers, American Economic Review1986; 76: 2: 323-329.

13. Kowalewski Oskar. Talavera Oleksandr. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland, Warsaw School of Economics, Available at ssrn 2007.

14. Kumar Jayesh. Corporate Governance and Dividends Payout in India, Journal of Emerging Market Finance 2006; 5: 1-45.

15. Mitton Todd. Corporate governance and dividend policy in emerging markets, Emerging Markets Review 2004; 5: 409- 426.

16. Pronsit Jiraporn, yixi Ning. Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance, Pennsylvania State University, Available at ssrn 2006.

17. Pornsit Jiraporn, Jang-Chul Kim, Young Sang Kim. Dividend Policy and Corporate Governance Quality, Pennsylvania State University, Available at ssrn 2008.

18. Sawicki Julia. Corporate Governance and Dividend Policy in Southeast Asia Pre and Post-Crisis, Nanyang Technological University, Available at ssrn 2006.

19. Silva Luis, Goergen Marc, Renneboog Luc. Dividend Policy and Corporate Governance. Oxford University Press 2004.

20. Wei liu. Do Dividends Substitute for the External Corporate Governance? A Cross- Country Dynamic View. Kelley School of Busines 2002.

Archive of SID

www.SID.ir