

بررسی رابطه بین مکانیزم های نظام راهبری شرکت ها و
سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس
اوراق بهادار تهران

دکتر روح الله رجبی، دانشگاه صنعت نفت

دکتری حسابداری دانشگاه علامه

مجید آقاجانی

کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه قم

زهرا اصلانی

کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه الزهرا(س)

چکیده

هدف اصلی تحقیق حاضر تعیین رابطه بین رویه های نظام راهبری شرکتی موجود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سیاست تقسیم سود آنهاست. مکانیزم های نظام راهبری شرکتی مورد تحقیق شامل مالکیت بزرگ ترین سهامدار، دومین سهامدار عمده، مالکیت اعضای هیأت مدیره، دولتی بودن، سهام شناور آزاد، وجود مدیران غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره، جدایی مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره بوده است.

برای بررسی سیاست تقسیم سود کلیه شرکت های سودآور در دوره زمانی ۱۵ سال (۱۳۷۴ الی ۱۳۸۸) انتخاب و مدل تأخیری سیاست تقسیم سود مورد آزمون قرار گرفت. با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات و مدل بهینه سیاست تقسیم سود تعداد ۶۴ شرکت برای بررسی رویه های نظام راهبری انتخاب و اطلاعات سال های ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۸ آنها به کار گرفته شد. با استفاده از رگرسیون پنلی رابطه میان مکانیزم های نظام راهبری و سیاست تقسیم سود آنها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از این تحقیق نشان داد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد ارتباط مثبت معناداری بین متغیرهای بزرگ ترین سهامدار، دومین سهامدار عمده با سیاست تقسیم سود و رابطه منفی معناداری بین متغیر اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود وجود دارد. همچنین ارتباط معناداری بین متغیرهای مالکیت اعضای هیأت مدیره، دولتی بودن، سهام شناور آزاد، نسبت مدیران غیرموظف هیأت مدیره، جدایی مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره، رشد شرکت و اهرم مالی با سیاست تقسیم سود مشاهده نگردید.

کلمات کلیدی: راهبری شرکتی، سیاست تقسیم سود

مقدمه

به دنبال رسوایی های مالی گسترده در چند سال اخیر که در سطح شرکت های بزرگ دنیا به وقوع پیوست، تمایل سرمایه گذاران به اعمال

اصول راهبری در شرکت های سهامی که در آنها سرمایه گذاری کرده اند، افزایش یافت [۱۱]. راهبری شرکتی مجموعه ای از نظام ها، فرآیندها و ساختارهایی است که با استفاده از ساز و کارهای درون سازمانی نظیر هیأت مدیره، کنترل های داخلی اداری و حسابداری، حسابرسی داخلی و مدیریت ریسک و نیز ساز و کارهای برون سازمانی مانند نظارت قانونی، نظام های حقوقی، بازار سرمایه، کمیته حسابرسی هیأت مدیره، نظارت سهامداران عمده، حسابرسی مستقل و موسسات رتبه بندی، در پی کسب اطمینان از رعایت حقوق ذینفعان، پاسخگویی، شفافیت و عدالت در واحد تجاری است [۲]. از طرفی دیگر، سیاست تقسیم سود یکی از بحث برانگیزترین مباحث مالی است. الگوی نظری متضاد که گاهاً فاقد پشتوانه قوی تجربی هستند، به دنبال توضیح سیاست های تقسیم سود شرکت می باشند [۱۰]. زیربنای اصلی هر دو گروه از پژوهش ها به عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و ذینفعان و رابطه نمایندگی بین مدیران و سهامداران مرتبط است. بنابراین، بر اساس تئوری نمایندگی، اغلب انتظار می رود که مدیران، فعالیت هایی را انجام دهند که برای سهامداران پرهزینه باشد و حتی قراردادهای بین مدیران و شرکت ها نیز نمی تواند مانع از فعالیت های فرصت طلبانه مدیران شود؛ بنابراین، سهامداران فاقد قدرت کنترل، نیازمند ساختاری برای نظارت هستند [۷]. هدف از این تحقیق این است که آیا نظام راهبری شرکتی بر خط

مشی های سود تقسیمی اثرگذار است یا خیر؟ خط مشی های سود تقسیمی در روند ارزیابی شرکت ها بسیار مهم است، اما این موضوع، در کشورهای در حال توسعه کمتر مورد بررسی قرار گرفته است. تحقیقات نشان داده است که شرکت های بزرگ تر با دارایی های بیشتر که سودآوری بالاتری دارند اما فرصت های سرمایه گذاری مناسبی ندارند سود سهام تقسیمی بیشتری می پردازند. در نقطه مقابل، شرکت هایی که از ریسک بالاتری برخوردار هستند و بدهی های بیشتری دارند، ترجیح می دهند که سود سهام کمتری پردازند بنابراین نتایج و شواهد موجود نشان می دهد که هر چه رویه های نظام راهبری قوی تر باشد، سود تقسیمی بالاتری پرداخت می گردد، اما با توجه به این که رویه های نظام راهبری شرکتی و خط مشی های سود تقسیمی در کشورها متفاوت می باشد، این نتایج در همه کشورها یکسان نمی باشد [۱۳].

پیشینه تحقیق

میتون ۲۰۰۴ در مطالعه خود نظام راهبری شرکتی و سیاست تقسیم سود را در بازارهای نوظهور بررسی کرد. نتایج میتون نشان داد شرکت هایی که راهبری شرکتی قوی دارند، پرداخت سود تقسیمی آنها بالاتر است. علاوه بر این، ارتباط منفی میان پرداخت های سود تقسیمی و فرصت های رشد در میان شرکت ها یا راهبری بهتر، قوی تر است. در واقع شرکت هایی که

راهبری قوی تری دارند، سودآورتر هستند اما سودآوری زیاد فقط بخشی از پرداخت سودهای تقسیمی بالاتر را توضیح می دهد [۱۴].

گاگلر و یورتوگلو ۲۰۰۳ درباره سیستم راهبری شرکتی و نسبت های سود تقسیمی در آلمان به مطالعه پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که سود تقسیمی علامتی از وجود تعارض میان سهامداران جزء و عمده است. همچنین در شرکت هایی با مالکیت متمرکز تعارض میان سهامداران بزرگ و کوچک از مباحث اصلی در راهبری شرکتی است. اگر سهامداران جزء در معرض تصرف اموال توسط سهامداران عمده باشند افزایش در سود تقسیمی باعث کاهش وجوه تحت کنترل سهامداران عمده شده و در نتیجه سبب افزایش ارزش بازار شرکت می شود. [۱۲].

بابا (۲۰۰۸) اثر افزایش سهامداران خارج از شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت های ژاپنی را در اواخر دهه ۱۹۹۰ بررسی کرد. وی دریافت، افزایش بیشتر در مالکیت سهامداران خارج از شرکت با احتمال بالاتر (پایین تر)، افزایش (کاهش) سودهای تقسیمی را به دنبال دارد، که در واقع باعث کاهش (افزایش) عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سهامداران می شود. نتیجه دیگر این است که سرمایه گذاران خارجی تمایل به سرمایه گذاری در شرکت هایی با نقدینگی قوی دارند زیرا این شرکت ها ذاتاً ترجیح می دهند سودهای تقسیمی پرداخت کنند [۹].

ترونگ و هینی ۲۰۰۴ ارتباط متقابل میان بزرگ ترین سهامداران و سیاست سود تقسیمی را بررسی نمودند. نتایج تحقیق نشان داد که بزرگ ترین سهامداران بر سیاست تقسیم سودی که شرکت می پذیرد تأثیر می گذارند و رابطه معکوسی میان بزرگ ترین سهامداران و پرداخت سود تقسیمی وجود دارد و این نتایج حتی بعد از کنترل درونی بودن مالکیت نیز برقرار است. هنگامی که بزرگ ترین سهامدار شرکت، سهامداران داخلی هستند، شرکت تمایل دارد که سود اندکی پرداخت نماید. همچنین نتایج نشان داده است که ارتباط متقابل میان بزرگ ترین سهامداران و پرداخت سود ارتباطی دو طرفه است. و نگه داشتن سهام تا اندازه ای به وسیله پرداخت سود تقسیمی توجیه می شود. در واقع این موضوع به نگرش نمایندگی بر می گردد که ممکن است بزرگ ترین سهامداران در کاهش هزینه های نمایندگی به عنوان جانشین سودهای تقسیمی عمل کنند [۱۵].

حسین فخاری ۱۳۸۹ به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و راهبری شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. این یافته بیانگر این موضوع است که شرکت های بورس از تقسیم سود برای کسب شهرت و ایجاد اعتبار استفاده می کنند و با وجود ارتباط معنادار راهبری شرکتی و تقسیم سود تأثیر راهبری شرکتی بر تقسیم سود اندک است [۷].

محمدحسین ستایش ۱۳۸۹ بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مدنظر قرار داد. یافته های تحقیق حاکی است که مالکیت شرکتی و استقلال هیأت مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور منفی، نسبت سود تقسیمی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می دهد. با این وجود، شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت مدیریتی و میزان مالکیت با سیاست تقسیم سود مشاهده نشد [۳].

اعتمادی و چالاکی (۱۳۸۴)، به بررسی رابطه بین عملکرد مدیریت و سیاست تقسیم سود نقدی توسط شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آنها نشان می دهد که بین عملکرد مدیریت و تقسیم سود نقدی رابطه معنی داری وجود دارد [۸].

هدی اسکندر ۱۳۸۸ به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود شرکت و مالکیت نهادی پرداخته است. بر اساس شواهد بدست آمده رابطه مثبت معناداری بین تمرکز نهادی و سود سهام پرداختی توسط شرکت وجود دارد که مطابق با تئوری نمایندگی می باشد. به عبارت دیگر، با افزایش تمرکز سهامداران نهادی، شرکت ها برای پرداخت سود سهام تحت فشار بیشتری قرار می گیرند [۱].

فروغی و همکاران (۱۳۷۸) تاثیر سهام مدیریتی بر سیاست تقسیم سود را مورد بررسی قرار دادند که نتیجه نبود ارتباط بین سهام مدیریتی و سیاست تقسیم سود بود [۵].

پژوهش های زیادی در ایران و دیگر کشورها درخصوص سازه های راهبری شرکتی و تقسیم سود هر یک به تنهایی مورد بررسی قرار گرفته که در این مقاله اشاره ای به آنها نشده است.

فرضیه های تحقیق

بر اساس ادبیات و نتایج تحقیقات گذشته یک فرضیه اصلی و هفت فرضیه فرعی به شرح زیر برای تحقیق طراحی گردید:

فرضیه اصلی: بین مکانیزم های نظام راهبری و سیاست های تقسیم سود شرکت ها رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی اول: بین تفکیک مدیر عامل از اعضای هیأت مدیره به عنوان یکی از مکانیزم های نظام راهبری و سیاست های سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین نسبت مدیران غیرموظف هیأت مدیره به کل مدیران به عنوان یکی از مکانیزم های نظام راهبری و سیاست های سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین میانگین سهام تحت تملک اعضای هیأت مدیره شرکت به عنوان یکی از مکانیزم های نظام راهبری و سیاست های سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین مالکیت دولت بر شرکت به عنوان یکی از مکانیزم های نظام راهبری و سیاست های سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد. فرضیه فرعی پنجم: بین میزان سهام تحت تملک بزرگ ترین سهامدار شرکت به عنوان یکی از مکانیزم های نظام راهبری و سیاست های سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ششم: بین میزان سهام در دست دومین سهامدار بزرگ شرکت تا سهامدار بالای یک درصد به عنوان یکی از مکانیزم های نظام راهبری و سیاست های سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی هفتم: بین میزان سهام شناور شرکت در بازار به عنوان یکی از مکانیزم های نظام راهبری و سیاست های سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.

روش تحقیق

متغیرهای تحقیق شامل دو بخش است. بخش اول دربرگیرنده معیارهای نظام راهبری شرکتی و بخش دوم شامل معیارهای سیاست تقسیم سود می

باشد. معیارهای نظام راهبری شرکتی شامل هفت معیار " تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره"، " نسبت مدیران غیرموظف"، " میزان سهام تحت تملک اعضای هیأت مدیره"، " میزان سهام تحت تملک سهامدار عمده شرکت"، " میزان سهام در دست دومین سهامدار بزرگ شرکت تا سهامدار بالای یک درصد"، " میزان مالکیت دولت در شرکت"، " درصد سهام شناور آزاد در بازار بورس" است که متغیر مستقل تحقیق می باشند، ضمناً سه متغیر کنترلی " اندازه"، " رشد"، " اهرم مالی" نیز به مدل اضافه گردید. سیاست تقسیم سود، DPS_t متغیر وابسته تحقیق را شکل می دهد.

متغیر وابسته

برای محاسبه متغیر وابسته تحقیق، از مدل تقسیم سود تأخیری ارایه شده به شرح مدل ۱، استفاده گردیده است. سود هر سهم و سود تقسیمی هر شرکت برای پانزده سال طبق مدل زیر بررسی گردید، نتایج حاکی از این بود که سود تقسیمی تابعی از سود سال جاری است. لذا تعداد ۶۴ شرکت دارای سیاست تقسیم سود بهینه (مدل ۲) برای بررسی سیاست تقسیم سود و راهبری شرکتی حاصل گردید. سپس با توجه به مدل تقسیم سود بهینه، متغیرهای نظام راهبری شرکتی به آن افزوده شد (مدل ۳).

$$DPS_t = \alpha + \beta EPS_t + \beta_1 EPS_{t-1} + \beta_2 EPS_{t-2} + \epsilon_t \quad \text{مدل ۱}$$

$$DPS_t = \alpha + \beta EPS_t + \epsilon_t$$

مدل ۲

$$DPS_t = \alpha + \beta_0 EPS_t + \beta_1 MSBD + \beta_2 OUT + \beta_3 BDR + \beta_4 MAJ + \beta_5 SAJ + \beta_6 GOVR + \beta_7 INDUS + \beta_8 GROW + \beta_9 SIZE + \beta_{10} LEV + \epsilon_t$$

مدل ۳

متغیر مستقل

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

نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره (**OUT**): تعداد اعضای غیرموظف در زمان مجمع عمومی عادی سالیانه / کل اعضای هیأت مدیره

سهام تحت تملک اعضای هیأت مدیره شرکت (**BDR**): استخراج از یادداشت های ضمیمه صورت های مالی.

میزان سهام تحت تملک سهامدار عمده شرکت (**MAJ**): استخراج از یادداشت های ضمیمه صورت های مالی

میزان سهام در دست دومین سهامدار بزرگ شرکت تا سهامدار بالای یک درصد (**SAJ**): استخراج از یادداشت های ضمیمه صورت های مالی

میزان مالکیت دولت در شرکت (GOVR): اگر سهامدار عمده، دولت، نهادها و شرکت های دولتی و شبه دولتی باشد، یک و در غیراین صورت صفر فرض شد.

درصد سهام شناور آزاد شرکت در بازار بورس (INDUS): در محاسبه سهام شناور آزاد، تعداد سهام متعلق به سهامداران عمده و نهادی از تعداد کل سهام موجود کسر می شود [6]. استخراج از سایت بورس.

متغیر کنترلی

رشد شرکت (GROW): درصد تغییر دارایی های شرکت نسبت به سال قبل
اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها
اهرم مالی (LEV): نسبت بدهی بلندمدت به مجموع دارایی ها
ε_i: ضریب خطا

جامعه و نمونه آماری

کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری تحقیق حاضر را تشکیل می دهند و فرضیه های مورد نظر در رابطه با این جامعه آماری مورد مطالعه و آزمون قرار می گیرد. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و وجود برخی از ناهماهنگی های میان اعضا جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و از این رو نمونه مورد نیاز جهت بررسی سیاست تقسیم سود، به صورت تصادفی ساده از بین

شرکت هایی که حائز شرایط تحقیق باشند انتخاب گردید. شرایط یاد شده عبارتند از:

- ۱- شرکت هایی که سود آور باشند.
 - ۲- شرکت هایی که سود خود را تقسیم کرده اند.
 - ۳- به جهت همسانی تاریخ گزارشگری، حذف اثرات فصلی و افزایش قابلیت مقایسه اطلاعات، دوره مالی آنها مختوم به اسفند ماه باشد.
 - ۴- اطلاعات مالی مورد نیاز، به ویژه یادداشت های همراه صورتهای مالی به منظور استخراج داده های مورد نیاز در دسترس باشد.
 - ۵- جزء بانک ها و مؤسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت های هلدینگ و لیزینگ ها) نباشد، زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختار های نظام راهبری شرکتی در آنها متفاوت است.
- با توجه به مراتب فوق و اعمال مدل سیاست تقسیم سود بهینه در نهایت تعداد ۶۴ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸ به عنوان نمونه جهت بررسی رابطه رویه های نظام راهبری شرکتی و سیاست تقسیم سود انتخاب شد.

روش و نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

در این تحقیق ابتدا صورت های مالی بیش از ۴۴۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به اینکه سیاست تقسیم سود تابع زمان است و بایستی یک دوره زمانی حداقل ۱۵ سال را انتخاب نمود [۴] و با توجه به محدودیت های فوق شرکت های فعال در صنایع مختلف انتخاب شدند. با استفاده از تکنیک OLS در نرم افزار SPSS اثر متغیر سود هر سهم (EPS) بر سود نقدی سهام (DPS) با توجه به مدل ۱ مورد بررسی قرار گرفت. مدل های مربوط به سیاست تقسیم سود در مورد کل شرکت ها پس از اعمال محدودیت تحقیق بررسی و از این میان شرکت هایی که R^2 آنها حداقل ۵۰٪ و آماره t معنی دار هستند انتخاب گردیدند. سیاست تقسیم سود در ۶۴ شرکت بیانگر ارتباط سود تقسیمی هر سال با سود هر سهم همان سال بود، لذا مدل بهینه تقسیم سود به شرح مدل ۲ انتخاب و متغیرهای نظام راهبری و متغیرهای کنترلی به آن افزوده شد. تجزیه و تحلیل مربوط به بررسی سیاست تقسیم سود و نظام راهبری شرکتی از طریق نرم افزار EViews و رگرسیون پنلی صورت پذیرفت. رویه مورد استفاده در این تحقیق بدین صورت است که متغیرهای تحقیق به صورت یکجا وارد مدل شده، سپس متغیرهای بی معنی یکی یکی حذف می گردد (نحوه انتخاب نیز از بی معنی ترین متغیر و دارای احتمال بیشتر است). جدول ۲ نتایج رگرسیون با کلیه متغیرهای تحقیق پس از آزمون

وایت و جدول ۳ نتایج رگرسیون پس از حذف کلیه متغیرهای بی معنی را نشان می دهد.

جدول ۲. رگرسیون با کلیه متغیرهای تحقیق پس از آزمون وایت

| | | | | |
|------------|--------------------|-----------|-------------------|-------------|
| ۰,۸۸۴۳۶ | R-squared | ۲۵۶ | تعداد مشاهدات | |
| ۰,۸۷۹۶۴۵ | Adjusted R-squared | ۱۷۰,۴۲۹۴ | F-statistic | |
| ۱,۸۱۵۳۹۳ | Durbin-Watson stat | ۰,۰۰۰۰۰ | Prob(F-statistic) | |
| Std. Error | Prob(t) | مقدار t | β | نام متغیر |
| ۲۴۷,۱۶۱۶ | ۰,۴۴۰۲ | ۰,۷۳۰۶۶ | ۱۹۱,۰۷۲۳ | عرض از مبدا |
| ۰,۰۸۱۵۲۹ | ۰,۰۰۰۰ | ۱۰,۵۹۷۱۱ | ۰,۸۶۳۹۷۳ | EPST |
| ۷۹,۶۶۲۵۸ | ۰,۱۲۸۴ | ۱,۵۲۵۶۶۳ | ۱۲۱,۵۲۲۴ | MSBD |
| ۰,۸۳۷۵۵۶ | ۰,۲۴۰۲ | -۱,۱۷۷۲۴۳ | -۰,۹۸۶۰۰۶ | OUT |
| ۰,۷۷۳۰۶۸ | ۰,۷۰۸۹ | -۰,۳۳۷۴۳ | -۰,۲۸۸۹۲۹ | BDR |
| ۰,۹۶۹۳۲۶ | ۰,۰۰۱۶ | ۳,۲۰۰۷۰۳ | ۳,۱۰۲۵۲۶ | MAJ |
| ۱,۸۶۷۹۲۶ | ۰,۰۰۰۴ | ۳,۵۹۰۳۷۵ | ۶,۷۰۶۵۵۲ | SAJ |
| ۱,۲۷۴۷۱۶ | ۰,۷۲۰۳ | -۰,۳۵۸۴۷۸ | -۰,۴۵۶۹۵۸ | INDUS |
| ۵۴,۸۶۴۲۷ | ۰,۴۷۱۶ | ۰,۷۲۱۰۱۷ | ۳۹,۵۵۸۰۷ | GOVR |
| ۰,۶۰۷۲۳۶ | ۰,۲۶۲۷ | -۱,۱۲۲۵۱۸ | -۰,۶۸۱۶۲۴ | GROW |
| ۲۹,۸۹۶۶۸ | ۰,۰۲۰۲ | -۲,۳۳۷۷۱۰ | -۶۹,۸۸۹۳۱ | SIZE |
| ۴۹۵,۱۳۴۵ | ۰,۷۳۸۲ | -۰,۳۳۴۶۷۹ | -۱۶۵,۷۱۱۱ | LEV |

با توجه به مقدار $\text{prob}(F)$ که کمتر از ۰,۰۵ است، معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید شد. به این معنا که ضرایب متغیرهای رگرسیون همزمان با هم صفر نبودند. اما در بررسی مقادیر جزء به

جزء $\text{prob}(t)$ به منظور تعیین همبستگی متغیرهای مستقل با وابسته، مشاهده شد که متغیرهای سود هر سهم (EPS_t)، بزرگ ترین سهامدار (MAJ)، دومین سهامدار عمده (SAJ) و اندازه ($SIZE$) دارای مقادیر کوچکتر از ۰,۰۵ بود. به عبارت دیگر ضرایب این متغیرها معنادار بوده و بر سود نقدی هر سهم (DPS_t) اثرگذار بودند.

بر اساس نتایج بدست آمده میزان ضریب تعیین مدل، R^2 برابر ۸۸,۵٪ و ضریب تعیین تعدیل شده به میزان ۸۸٪ به دست آمد، یعنی ۸۸ درصد از تغییرات DPS_t توسط متغیرهای معنی دار مدل، بیان می شود.

در نهایت مدل رگرسیون زیر برآش شد:

$$DPS_t = 191.0723 + 0.86EPS_t + 3.103MAJ + 6.706SAJ - 69.89SIZE + \varepsilon_t$$

ضرایب سود هر سهم، بزرگ ترین سهامدار و دومین سهامدار مثبت و به ترتیب برابر ۰,۸۶، ۳,۱۰۳ و ۶,۷۰۷ می باشد؛ بنابراین تغییر در DPS_t همسو با تغییر در سود هر سهم، بزرگ ترین سهامدار و دومین سهامدار عمده شرکت است؛ اما متغیر اندازه شرکت با سود نقدی هر سهم دارای رابطه منفی می باشد.

مقدار آماره دورین-واتسون برابر ۱,۸۱۵ به دست آمده، که بین محدوده ۱,۵ تا ۲,۵ قرار می گیرد. بنابراین احتمال وجود همبستگی بین باقی مانده ها از بین می رود؛ یعنی باقی مانده ها از هم مستقل هستند.

جدول ۲. رگرسیون پس از حذف کلیه متغیرهای بی معنی

| | | | | |
|-------------------|---------------------------|----------------|--------------------------|------------------|
| ۰٫۷۷۹۰۱۷ | R-squared | ۲۵۶ | تعداد مشاهدات | |
| ۰٫۸۷۷۰۸۹ | Adjusted R-squared | ۴۵۵٫۹۱۸۱ | F-statistic | |
| ۱٫۴۰۱۰۰ | Durbin-Watson stat | ۰٫۰۰۰۰۰ | Prob(F-statistic) | |
| Std. Error | Prob(t) | مقدار t | β | نام متغیر |
| ۱۵۱٫۷۸۹۸ | ۰٫۶۱۰۶ | ۰٫۵۰۹۸۷۸ | ۷۷٫۳۹۴۲۴ | عرض از مبدا |
| ۰٫۰۸۲۱۰۴ | ۰٫۰۰۰۰ | ۱۰٫۴۸۰۵۱ | ۰٫۸۶۰۴۹۴ | EPST |
| ۰٫۹۸۱۷۰۶ | ۰٫۰۰۱۰ | ۳٫۳۴۳۲۸۹ | ۳٫۲۸۱۱۲۶ | MAJ |
| ۱٫۹۸۵۸۲۹ | ۰٫۰۰۲۲ | ۳٫۰۹۵۸۵۱ | ۶٫۱۴۷۸۳۰ | SAJ |
| ۲۷٫۰۴۹۰۱ | ۰٫۰۱۸۷ | -۲٫۳۶۷۷۵۲ | -۶۴٫۰۴۵۳۵ | SIZE |

با توجه به روش فوق سود نقدی هر سهم با سود هر سهم، درصد مالکیت بزرگ ترین و دومین سهامدار و اندازه شرکت در ارتباط است.

نتیجه گیری کلی:

در مجموع یافته های حاصل از آزمون فرضیه های این تحقیق نشان می دهد که در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط مثبت معناداری بین متغیرهای بزرگ ترین سهامدار، دومین سهامدار عمده با سیاست تقسیم سود و رابطه منفی معناداری بین متغیر اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود وجود دارد. همچنین ارتباط معناداری بین متغیرهای مالکیت

اعضای هیأت مدیره، دولتی بودن، سهام شناور آزاد، نسبت مدیران غیرموظف هیأت مدیره، جدایی مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره، رشد شرکت و اهرم مالی با سیاست تقسیم سود مشاهده نگردید. تروئینگ و هینی رابطه معکوسی میان بزرگترین سهامدار و پرداخت سود تقسیمی یافتند. محمدحسین ستایش دریافت مالکیت شرکتی و استقلال هیأت مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور منفی بر سود تقسیمی تأثیر داشته، همچنین بین مالکیت مدیریت و سیاست تقسیم سود رابطه ای مشاهده نگردید. هدی اسکندر رابطه مثبتی بین تمرکز مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی یافت. بابا دریافت بین سهامداران خارج از شرکت و سیاست تقسیم سود رابطه مثبتی وجود دارد. گاگلر عنوان نمود سود تقسیمی علامتی از تعارض میان سهامداران جز و عمده است. میتون دریافت هر چه راهبری شرکتی بالاتر باشد سود تقسیمی بیشتر می باشد. حسین فخاری رابطه ضعیفی میان سیاست تقسیم سود و راهبری شرکتی یافت.

محدودیت های تحقیق

یکی از محدودیت های این تحقیق، عدم امکان دسترسی به اطلاعات دقیق در مورد ترکیب مالکیت شرکت هاست. یادداشت های همراه صورت های مالی دربرگیرنده ترکیب سهامداران شرکت هاست که این اطلاعات معمولاً سابقه ای و به شکلی ناهماهنگ ارائه می شود. سایر سهامداران، یک گروه و عنوان کلی است که اشخاص حقوقی و حقیقی نامتجانس در آن جای گرفته

اند. شرکت ها، صندوق های بازنشستگی و اشخاص حقوقی در گروه سایر سهامداران قرار گرفته اند که به لحاظ ماهیت و کارکرد بسیار متفاوت می باشند. در صورت دستیابی به اطلاعات دقیق تر، امکان دستیابی به نتایج متفاوت وجود دارد. از دیگر محدودیت های تحقیق می توان به دوره زمانی تحقیق اشاره نمود. در صورتی که قلمرو زمانی تحقیق برای دوره طولانی تری در نظر گرفته می شد، ممکن بود نتایج قابلیت تعمیم بیشتری داشته باشد. لیکن در صورتی که سال های بیشتری جهت انتخاب نمونه در نظر گرفته می شد تعداد شرکت های عضو جامعه و نمونه آماری کاهش می یافت که این امر موجب کاهش روایی تحقیق می شد. از دیگر محدودیت های تحقیق می توان به این موضوع اشاره کرد که در این تحقیق فرض بر این بود که شرکت ها سود سهام مصوب مجمع خود را پرداخت کرده اند، در حالی که در عمل برخی شرکت ها به دلیل کمبود نقدینگی شرکت از محل مطالبات سهامداران بابت سود سهام افزایش سرمایه داده اند و سود تقسیمی را پرداخت نکرده اند.

پیشهادات

بر اساس پژوهش های عملی انجام شده، تفکیک وظایف رئیس هیأت مدیره و مدیر عامل، از جمله محرک هایی به شمار می آید که به دلیل اعطای استقلال بیشتر در زمینه تصمیم گیری و افزایش دامنه مسئولیت پاسخگویی موجب کاهش مشکلات نمایندگی و بهبود عملکرد شرکت می شود. بنابراین

می توان پیشنهاد کرد در شرکتها وظایف رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل از یکدیگر تفکیک گردد. بدلیل اینکه باید بین اعضای هیأت مدیره توازن وجود داشته باشد تا هیچ کس قادر به کنترل بی قید و شرط فرآیند تصمیم گیری در شرکت نباشد.

توصیه برای تحقیقات آتی

موضوعات زیر برای انجام تحقیق توسط سایر محققان پیشنهاد می گردد: با توجه به تقسیم بندی شرکت ها به صنایع متفاوت، لزوم شناخت تفاوت های بین این صنایع ضروری به نظر می رسد. می توان با محاسبه تغییرات یافته های آن، سرمایه گذاران را در تصمیم گیری درست و بهتر کمک نمود. از میان عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود، می توان فرصت سرمایه گذاری (Q توبین) را به عنوان متغیر مستقل در تحقیق افزود و تأثیر آن را بر موضوع تحقیق بررسی نمود. توصیه می گردد از سایر مدل های غیر خطی سیاست تقسیم سود استفاده کرده تا از این طریق تأثیر مدل نیز مورد آزمون قرار گیرد.

منابع

۱. اسکندر، هدی، کرمی، غلامرضا، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین سیاست های تقسیم سود و مالکین نهادی"، پایان نامه

کارشناسی ارشد دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

۲. معیری، مرتضی، (۱۳۸۷)، "حاکمیت شرکتی، حسابرسی و کمیته حسابرسی"، **فصلنامه حسابداری**، سال بیست و سوم، شماره ۲۰۰، آبان ۱۳۸۷، صص ۵۷-۶۶.
۳. ستایش، محمدحسین، کاظم نژاد، مصطفی، (۱۳۸۹)، "بررسی ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود"، **مجله دانش حسابداری**، سال اول، شماره ۱، صص ۲۹ تا ۵۱.
۴. سعیدی ولاشانی، سعید، (۱۳۷۷)، "بررسی سیاست های تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبائی.
۵. سعیدی، علی، عبادی، زهرا، (۱۳۹۰)، "ارائه الگوی بهینه سیاست تقسیم سود نقدی"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، نشریه شماره ۱۲.
۶. عبده تبریزی، (۱۳۸۲)، "پدیده سهام شناور آزاد و تعیین حجم مینا"، **همشهری**، شماره ۳۱۶۲.
۷. فخاری، حسین، یوسفعلی تبار، نصیبه، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی"، **بررسی حسابداری و حسابرسی**، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، دوره ۱۷، شماره ۶۲، صص ۶۸ تا ۸۴.

۸. مرادی، جواد، ولی پور، هاشم، موسوی، سیده سارا، (۱۳۹۰)، "سیاست سود تقسیمی از منظر تئوری نمایندگی"، **تحقیقات**

حسابداری و حسابرسی، نشریه شماره ۱۲

9. Baba Naohiko, (2008), "Increased Presence of foreign Investors and Dividend Policy of Japanese Firms", Pacific- Basin Finance Journal, WWW. Elsevier.com
10. Frankfurter George, Bob G. Wood Jr., (2002), "Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests", **International Review of Financial Analysis**, Vol. 11, PP. 111-138.
11. Gillan, S. L., (2006), "Recent Developments in Corporate Governance: An Overview", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 12, No 3, PP. 381-402.
12. Gugler, Klaus & Yurtoglu, B. Brucin, (2003), "Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany", **European Economic Review**, Elsevier, Vol. 47, No. 4, PP. 731-758.
13. Kowalewski, Oskar, (2007), **Corporate Governance and Dividend Policy in Poland**, PP. 1-35.

14. Mitton Todd, (2004), "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets", **Emerging Markets Review**, Vol. 5, PP. 406-426.
15. Truong Thang, Richard Heaney, (2007), "Largest Shareholder and Dividend Policy around the World", **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Vol. 47, PP. 667-687.

The relationship between corporate governance and dividend policies

Abstract

The goal of this paper is to determine the relationship between corporate governance and dividend policies in listed firms of Tehran Stock Exchange(TSE). Among corporate governance mechanisms: "CEO duality(existence/ not existence ceo in the composition of board of directors) ", " outside directors ratio" , " share ownership by board of directors" ,"ownership concentration among first shareholders" and " second shareholder(top of 1%)", " share ownership by government", " float share", " financial leverage", " growth" and " size of firm" for review the effect on dividend policies have been used.

In the First place, dividend policy by the " Lagged model(structure)" for the profitable firms of TSE during 1374- 1388(15 years) have been chosen and examined by using of OLS regression and the optimal model of dividend policy led to 64 firms to determine the relationship between corporate that is data regression panel data between 1385-1388.

The findings demonstrate dividend policy have positive significant relationship with "ownership concentration first shareholders" and " second shareholder(top of 1%)" and have a negative significant with the "size of firm". And dividend policy have no significant relationship with "CEO duality(existence/ not existence ceo in the composition of board of directors) ", " outside directors ratio" , " share ownership by board of directors" , " share ownership by government", " float share", " financial leverage", " growth".