

ساز و کارهای داخلی و خارجی نظام راهبری شرکتی و خطمشی پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شکراله خواجهوی^۱ / محمد منفرد مهارلوئی^۲

چکیده

بر اساس ادبیات نمایندگی، پرداخت سود نقدی به سهامداران از یک سو کاهش جریان‌های نقدی آزاد و کاهش احتمال سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیربهبینه و از سوی دیگر افزایش نظارت مستمر بر مدیران به وسیله بازار سرمایه را به دنبال دارد. بر این اساس، خطمشی پرداخت سود به عنوان یکی از ساز و کارهای کاهش تضاد منافع مطرح می‌شود. از این رو، در این پژوهش به بررسی تأثیر ساز و کارهای داخلی و خارجی نظام راهبری شرکتی بر خطمشی پرداخت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. نمونه مورد بررسی شامل ۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸، و روش آماری مورد استفاده، تحلیل رگرسیون با استفاده از داده‌های ترکیبی به روش اثرات ثابت است. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر این است که ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی داخلی، شامل اندازه هیأت‌مدیره، درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره، حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیأت‌مدیره و مالکیت مدیریتی تأثیر معنی‌داری بر نسبت پرداخت سود نقدی شرکت‌های مورد بررسی ندارند. از بین ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی خارجی نیز مالکیت نهادی تأثیر معنی‌داری بر نسبت پرداخت سود نقدی ندارد. با این وجود، اندازه حسابرس و نسبت بدهی دارای تأثیر معنی‌دار و منفی بر نسبت پرداخت سود نقدی هستند.

واژگان کلیدی: ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی، نسبت پرداخت سود نقدی
طبقه‌بندی موضوعی: G35, G34

۱. استادیار حسابداری دانشگاه شیراز
۲. کارشناس ارشد حسابداری از دانشگاه شیراز

۱- مقدمه

ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی ناظر بر نحوه حاکمیتی است که بر یک شرکت اعمال می‌شود و شامل فرآیندهایی برای راهبری تلاش‌های شرکت در راستای ایجاد ارزش برای سهامداران و سایر ذینفعان شرکت می‌باشد (Hasan, et al., 2009). بدین ترتیب ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی نظام هدایت و کنترل شرکت‌ها شناخته می‌شود و ساختار آن دامنه مسئولیت‌ها و حقوق هیأت‌مدیره، مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان را تعیین می‌کند. عموماً، ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی در دو گروه داخلی و خارجی طبقه‌بندی می‌شوند. ساز و کارهای نظارتی داخلی به فرآیند طبیعی نظارت مدیران ارشد بر مدیران سطوح پایین‌تر، نظارت متقابل در بین مدیران سطوح مختلف و وظایف نظارتی اعضاء هیأت‌مدیره اشاره دارد. ساز و کارهای نظارتی خارجی نیز شامل بازار کار مدیریتی، نظارت بازار سرمایه از طریق تحلیل‌گران مالی، سهامداران نهادی، سهامداران عمده و بازار کنترل شرکت است (He, et al., 2010). بنابراین، ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی دارای ابعاد گوناگونی است که باعث کاهش تعارض نمایندگی می‌شود و ممکن است در برگزیده جنبه‌های متفاوتی باشد که جایگزین و مکمل یکدیگر هستند (Dey, 2008). افزون بر این، خط‌مشی پرداخت سود نیز یکی از ابزارهایی است که برای هم‌جهت ساختن منافع مدیران و سهامداران استفاده می‌شود. یکی از دلایل این امر آن است که پرداخت سود نقدی به سهامداران، از یک سو موجب کاهش جریان‌های نقدی آزاد و کاهش احتمال سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیر بهینه می‌شود (Jensen, 1986). از سوی دیگر مدیران را در معرض نظارت مستمر به وسیله بازار سرمایه قرار می‌دهد (Easterbrook, 1984). بنابراین، خط‌مشی پرداخت سود به صورت بالقوه به عنوان یکی از ساز و کارهای کاهش هزینه‌های نمایندگی مطرح می‌شود.

با توجه به مفاهیم مورد بحث مبنی بر رابطه بین خط‌مشی تقسیم سود و کاهش هزینه‌های نمایندگی، انتظار بر این است که تقویت ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی داخلی و خارجی از طریق پیشگیری از اتخاذ خط‌مشی پرداخت سود نقدی کمتر از حد مطلوب، موجب افزایش منافع و ثروت سهامداران شود. بر این اساس، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی داخلی شامل اندازه هیأت‌مدیره، درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره، حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیأت‌مدیره و درصد مالکیت مدیریتی و ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی خارجی شامل مالکیت نهادی، اندازه حسابرس و نسبت بدهی بر خط‌مشی پرداخت سود نقدی پرداخته است.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی

در دیدگاه‌های محدود که در قالب تئوری نمایندگی بیان می‌شود، ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی به رابطه بین شرکت و سهامداران محدود می‌شود و تنها تضاد منافع بین مدیران و سهامداران (مالکان) مورد توجه قرار می‌گیرد. در آن سوی طیف نیز ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی را می‌توان به صورت یک شبکه از روابط دید که نه تنها بین مدیران و سهامداران (مالکان)، بلکه بین مدیران و تعداد زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان و دارندگان اوراق قرضه وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب تئوری ذینفعان بیان می‌شود (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸). در همین راستا، سالو (Salo, 2008) ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی را به عنوان سیستمی برای حمایت از بازده سرمایه‌گذاری تأمین‌کنندگان منابع مالی شرکت می‌داند. بلایر (Blair, 1995) نیز ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی را از دیدگاه گسترده مورد بحث قرار می‌دهد و معتقد است که ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی مجموعه‌ای از ترتیبات قانونی، فرهنگی و نهادی است که چگونگی فعالیت، اداره و کنترل شرکت و چگونگی تسهیم ریسک و بازده بین کلیه ذینفعان شرکت‌ها را مشخص می‌کند. در واقع، نظام راهبری شرکتی، در حالت بالقوه بسیاری از پدیده‌های اقتصادی را در بر می‌گیرد و اصول مربوط به آن هنوز به شکل منسجم و کارآ تدوین نشده است.

۲-۲- مدل‌های پرداخت سود نقدی

به طور کلی می‌توان مدل‌های نظری و تجربی پرداخت سود را بر مبنای معیارهای کیفی مرتبط با ماهیت ساختاری بازار و یا عملکرد عقلایی سرمایه‌گذاران به چندین دسته به شرح زیر تقسیم نمود:

۲-۲-۱- مدل‌های مبتنی بر اطلاعات کامل - عامل مالیات

مدل‌های تعدیل‌شده مالیاتی بر این باورند که سرمایه‌گذاران به بازده بالای سهام توجه بیشتری می‌کنند. وضع بدهی مالیاتی بر سود سهام، موجب می‌شود که شرکت‌ها سود پرداختی را افزایش دهند تا بازده قبل از مالیات سهامداران افزایش یابد. چراکه بر مبنای مفروضات تئوری قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، توجه به بدهی‌های مالیاتی مربوط به سود پرداختی موجب می‌شود که سرمایه‌گذاران قیمت پایین‌تری برای خرید سهام پیشنهاد دهند. نتیجه نهایی مدل‌های تعدیل‌شده مالیاتی، تفکیک سرمایه‌گذاران براساس ترجیح آن‌ها در مورد پذیرش یا عدم پذیرش اثرات مالیاتی سود پرداختی است (Frankfurter, et al., 2002).

۲-۲-۲- مدل‌های مبتنی بر اطلاعات نامتقارن

فرضیه اطلاعات نامتقارن بیان می‌دارد که مدیران اطلاعات محرمانه‌ای درباره آینده شرکت دارند و در جهت پیام رسانی، اطلاعات محرمانه مرتبط با سود نقدی را توزیع می‌کنند. مدیران از طریق اعلام سود نقدی در هر دوره به سهامداران اطمینان می‌دهند که در آینده قابل پیش‌بینی به این پرداخت‌ها ادامه می‌دهند، مگر شرایط از کنترل آن‌ها خارج شود و شرکت با مشکلات مالی مواجه گردد یا مدیریت جدید این خط‌مشی را تغییر دهد (کردستانی، ۱۳۸۸). ناقص بودن بازار اطلاعات، مبنایی را برای شکل‌گیری تلاش‌های جداگانه‌ای برای توضیح خط‌مشی پرداخت سود ایجاد کرده است که منجر به ایجاد مدل‌های پیام رسانی در راستای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، مدل‌های مبتنی بر هزینه‌های نمایندگی در راستای هم‌جهت کردن منافع مدیران و سهامداران و مدل‌های مبتنی بر فرضیه جریان‌های نقدی آزاد در راستای کاهش میزان استفاده از جریان‌های نقدی آزاد در جهت منافع شخصی مدیران، شده است (Frankfurter, et al., 2002).

۲-۲-۳- مدل‌های رفتاری

هیچ یک از الگوهای بحث شده، رفتار پرداخت سود را به صورت کامل توضیح نمی‌دهد. چراکه رفتار سرمایه‌گذاران تحت تأثیر نحوه برخورد، اندازه و وضعیت جامعه قرار دارد. بر اساس پژوهش شیلر (Shiller, 1984)، وارد کردن این اثرات در مدل، تلاشی در جهت بسط مبانی و نظریه‌های موجود در توضیح خط‌مشی پرداخت سود است. به اعتقاد وی، تمرکز بر روانشناسی سرمایه‌گذاران، به شدت بر مجموع فعالیت‌های بازار اثرگذار است. از این رو، با افزودن الگوهای رفتار اقتصادی-اجتماعی به مدل‌های اقتصادی، خط‌مشی پرداخت سود بهتر توصیف می‌شود.

۲-۳- ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و خط‌مشی پرداخت سود نقدی

به طور کلی، دو دیدگاه عمده در رابطه با تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر خط‌مشی پرداخت سود وجود دارد. دیدگاه اول که مبتنی بر تئوری جریان‌های نقدی آزاد است و تحت عنوان "مدل پیامد" مطرح می‌شود، بیانگر این است که مدیران در راستای دنبال کردن منافع شخصی خود، سود نقدی کمتری پرداخت می‌کنند. جنسن (Jensen, 1986) معتقد است که عدم پرداخت سود نقدی و نگهداری جریان‌های نقد آزاد، موجب کاهش توانایی بازار سرمایه برای نظارت بر تصمیمات مدیران می‌شود. از این رو، در شرکت‌هایی که ساز و کارهای نظام راهبری مناسبی ندارند، جریان‌های نقدی آزاد بالاتر موجب افزایش منابع تحت کنترل قدرت مدیران می‌شود که در نتیجه افزایش در

انگیزه مدیران جهت صرف منابع در راستای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیربهره‌مند و افزایش هزینه‌های نمایندگی را به دنبال خواهد داشت. از نظر تجربی، مدل پیامد دارای یک مفهوم ضمنی است که پیش‌بینی می‌کند که تقویت ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی موجب افزایش سود نقدی پرداختی توسط شرکت‌ها می‌شود (Jiraporn, et al., 2011).

دیدگاه دوم، "مدل جانشینی" نام دارد و بر این فرض استوار است که سود پرداختی به عنوان جانشینی برای ضعف در ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی محسوب می‌شود (Farinha, et al., 2009). مدل جانشینی، بر این فرض استوار است که پرداخت سود نقدی، ساز و کاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شود (Rozeff, 1982). در غیاب سایر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی، از خط‌مشی پرداخت سود برای تقلیل تعارضات نمایندگی استفاده می‌شود. این مدل پیش‌بینی می‌کند که تقویت ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی موجب کاهش در سود نقدی پرداختی توسط شرکت‌ها می‌شود (Jiraporn, et al., 2011).

۳- پیشینه پژوهش

فارینها (Farinha, 2003) به این نتیجه دست یافت که مالکیت نهادی به صورت منفی با خط‌مشی پرداخت سود در ارتباط است. بلدن و همکاران (Belden, et al., 2005) نیز به بررسی تأثیر اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره بر سود پرداختی و کاهش هزینه‌های نمایندگی پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها بیانگر این بود که با افزایش تعداد اعضای غیرموظف در ترکیب هیأت‌مدیره، میزان پرداخت سود نقدی افزایش می‌یابد. نتایج حاصل از پژوهش کومار (Kumar, 2006) بیانگر آن بود که مالکیت نهادی دارای رابطه معنی‌دار و منفی با نسبت پرداخت سود است. یافته‌های پژوهش عبدالسلام و همکاران (Abdelsalam, et al., 2008) نیز بیانگر این بود که بین مالکیت نهادی و پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌داری وجود دارد. با این وجود، بین ترکیب هیأت‌مدیره و پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌داری مشاهده نشد. النجار و همکاران (AlNajjar, et al., 2009) نیز به بررسی رابطه بین نسبت سود پرداختی و درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها نشان‌دهنده این بود که درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره دارای رابطه معنی‌دار و منفی با نسبت پرداخت سود است. یافته‌های پژوهش جیراپورن و همکاران (Jiraporn, et al., 2011) نیز بیانگر این بود که با افزایش در کیفیت ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی تمایل طبیعی شرکت‌ها به افزایش سود پرداختی بیشتر می‌شود.

فروغی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی میزان و نحوه تأثیرگذاری سهامداران نهادی (نوع ساختار مالکیت) و نیز سهام مدیریتی (میزان مشارکت سهامداران در مدیریت شرکت) بر خطمشی تقسیم سود پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها بیانگر این بود که میزان سهام مدیریتی شرکت دارای تأثیر معنی‌دار و مثبت بر خطمشی پرداخت سود است، در حالی که مالکیت سهامداران نهادی تأثیر معنی-داری بر خطمشی پرداخت سود ندارد. نتایج حاصل از پژوهش صادقی شریف و همکاران (۱۳۸۸) نیز بیانگر این بود که میزان مالکیت بزرگترین سهامدار، میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر و درصد مالکیت سهامداران نهادی دارای تأثیر مثبت بر نسبت پرداخت سود شرکت است. از سوی دیگر، مالکیت سهامداران حقیقی دارای تأثیر منفی بر نسبت پرداخت سود است. یافته‌های پژوهش ستایش و همکاران (۱۳۸۹) نیز بیانگر این بود که مالکیت شرکتی و استقلال هیئت مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور منفی، نسبت سود پرداختی شرکت‌های مورد بررسی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با این وجود، در پژوهش آن‌ها شواهدی دال بر وجود رابطه معنی‌دار بین مالکیت مدیریتی و میزان تمرکز مالکیت با خطمشی پرداخت سود یافت نشد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

به منظور بررسی تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی داخلی و خارجی بر خطمشی پرداخت سود نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فرضیه‌های پژوهش به ۲ گروه اصلی به شرح زیر طبقه‌بندی می‌شود:

۴-۱- فرضیه‌های مبتنی بر ساز و کارهای نظارتی داخلی

۱. بین اندازه هیأت مدیره و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۲. بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۳. بین حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیأت مدیره و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۴. بین درصد مالکیت مدیریتی و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۴-۲- فرضیه‌های مبتنی بر ساز و کارهای نظارتی خارجی

۵. بین مالکیت نهادی و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۶. بین اندازه حسابرس و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۷. بین نسبت بدهی و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۵- روش‌شناسی و طرح پژوهش

دوره زمانی این پژوهش از سال ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸ و جامعه آماری آن نیز متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین، در این پژوهش، شرکت‌های مورد بررسی به روش حذفی انتخاب شده است. بر این اساس، به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، شرکت‌های مورد بررسی باید طی دوره زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشند و دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد. همچنین، طی دوره مورد بررسی فعالیت مستمر داشته و سهام آن حداقل هر سه ماه یک بار مورد معامله قرار گرفته باشد. افزون بر این، شرکت‌های مورد بررسی باید سودده باشند، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها در هیچ سالی منفی نباشد و به دلیل ماهیت خاص فعالیت جز بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند. کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز از جمله یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی نیز در دسترس باشد.

در نهایت، با توجه به معیارهای ذکر شده، تعداد ۶۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸ برای انجام این پژوهش انتخاب شده است. لازم به ذکر است که داده‌های مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل، از اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده و گزارش هیأت‌مدیره به مجمع عمومی عادی شرکت‌ها استخراج شده است.

۶- متغیرهای پژوهش

۶-۱- متغیر وابسته

در پژوهش حاضر، مطابق با پژوهش‌های بلدن و همکاران (Belden, et al., 2005)، عبدالسلام و همکاران (Abdelsalam, et al., 2008) و النجار و همکاران (Al-Najjar, et al., 2009) نسبت پرداخت سود که عبارت است از نسبت سود پرداختی هر سهم به سود ناشی از فعالیت‌های عادی هر سهم، به عنوان متغیر وابسته مورد بررسی قرار گرفته است.

۶-۱- متغیرهای مستقل

در پژوهش حاضر، ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی داخلی شامل معیارهای ساختار هیأت‌مدیره و مالکیت مدیریتی و ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی خارجی شامل درصد مالکیت نهادی، نوع حسابرس و نسبت بدهی به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده است. مطابق با پژوهش لاسفر (Lasfer, 2006)، معیارهای ساختار هیأت‌مدیره و مالکیت مدیریتی عبارتند از:

اندازه هیأت‌مدیره: عبارت است از تعداد کل اعضای هیأت‌مدیره.

درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره: عبارت است از نسبت اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره به کل تعداد اعضای هیأت‌مدیره.

حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیأت‌مدیره: عبارت است از یک متغیر دو وجهی که در صورت حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیأت‌مدیره عدد "یک" و در غیر این صورت، عدد "صفر" را اختیار می‌کند.

درصد مالکیت مدیریتی: عبارت است از درصد مالکیت اعضای هیأت‌مدیره و اعضای خانواده آن‌ها در سهام شرکت.

بر اساس ادبیات موجود و مطابق با پژوهش‌های پیشین، ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی خارجی عبارتند از:

درصد مالکیت نهادی: برابر است با سهام در دست سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر شرکت‌های دولتی (Bushee, 1998).

اندازه حسابرس (Auditor): برای طبقه‌بندی اندازه مؤسسات حسابرسی به دو گروه، سازمان حسابرسی (موسسه بزرگ) و سایر مؤسسات حسابرسی عضو جامعه حسابداران رسمی (موسسه کوچک)، از یک متغیر دو وجهی استفاده شده است.

نسبت بدهی: مطابق با ادبیات موجود، شرکت‌های دارای سطوح بالای بدهی تحت نظارت بیشتری از سوی اعتباردهندگان قرار دارند و مدیران این شرکت‌ها از فرصت کمتری برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیربهبه‌برخوردارند. در نتیجه نسبت بدهی که عبارت است از نسبت کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها، به عنوان یکی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی خارجی استفاده شده است.

۶-۳- متغیرهای کنترلی

فرصت‌های رشد شرکت: مطابق با پژوهش هنری (Henry, 2010)، نسبت Q-توین که برابر است با مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌های شرکت، پرداخت بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها، به عنوان معیار فرصت‌های رشد استفاده شده است. اندازه شرکت: برای محاسبه متغیر اندازه شرکت از معیارهایی نظیر لگاریتم مجموع دارایی‌ها یا فروش استفاده می‌شود. اما با توجه به شرایط تورمی و نامربوط بودن ارقام تاریخی دارایی‌ها و اجتناب از اثر نوسان‌های فروش، در پژوهش حاضر از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت به عنوان معیاری از اندازه شرکت استفاده شده است.

۷- تجزیه و تحلیل یافته‌ها و نتایج

۷-۱- آمار توصیفی

به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، آماره‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه محاسبه و در جدول شماره ۱ ارائه شده است.

جدول (۱): اطلاعات توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	میانگین	میان	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
نسبت سود پرداختی هر سهم	۰/۳۹۵	۰/۲۸۲	۷/۰۲۵	۰/۰۰۰	۰/۵۳۴
اندازه هیأت‌مدیره	۵/۱۱۱	۵/۰۰۰	۷/۰۰۰	۵/۰۰۰	۰/۴۵۹
درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره	۶۱/۹۷۸	۶۲/۰۰۰	۱۰۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱۸/۷۶۹
حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیأت‌مدیره	۰/۸۱۳	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۹۰
درصد مالکیت مدیریتی	۴/۱۸۳	۰/۰۰۰	۷۶/۳۸۰	۰/۰۰۰	۱۴/۹۵۶
درصد مالکیت نهادی	۵۳/۱۱۰	۵۴/۶۰۰	۹۹/۶۶۰	۰/۰۰۰	۲۶/۳۱۴
اندازه حسابرس	۰/۳۶۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۸۱
نسبت بدهی	۰/۶۶۷	۰/۶۸۳	۱/۰۶۲	۰/۱۶۹	۰/۱۴۹
فرصت‌های رشد شرکت	۱/۸۹۶	۱/۴۵۵	۱۱/۸۰۴	۰/۵۶۵	۱/۳۹۴
اندازه شرکت	۱۲/۶۸۲	۱۲/۶۶۱	۱۶/۹۵۶	۹/۱۴۳	۱/۴۳۴

۷-۲- آمار استنباطی

برای تشخیص روش تخمین مناسب، نخست آزمون چاو برای انتخاب مدل اثرات ثابت یا مدل داده-های تلفیقی (اثرات مشترک) انجام شده است که نتایج آن بیانگر مرجح بودن مدل اثرات ثابت است. در نهایت آزمون هاسمن برای انتخاب یکی از مدل‌های اثرات ثابت یا اثرات تصادفی انجام شده است که نتایج آن برای کلیه مدل‌های پژوهش بیانگر استفاده از روش اثرات ثابت است. افزون بر این، نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس‌ها با استفاده از بررسی نمودار پراکنندگی جملات خطا در کلیه مدل‌های پژوهش نیز بیانگر وجود همسانی واریانس پسماندها است. نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دورین واتسون نیز با توجه به این که کران پایین (d_L) و کران بالای (d_U) آماره دورین واتسون برای حالتی که تعداد نمونه ۶۰، تعداد متغیرهای مستقل و کنترلی ۳ و سطح اطمینان ۹۵٪ باشد به ترتیب برابر ۱/۴۸۰ و ۱/۶۸۹ می‌باشد و کلیه آماره‌های بدست آمده در دامنه $d_{LL} < d < d_{LU} - 4$ قرار دارد، بیانگر نبود خود همبستگی بین خطاهای کلیه مدل‌ها است.

۷-۳- فرضیه‌های مبتنی بر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی داخلی

نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه‌های مبتنی بر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی داخلی (فرضیه‌های اول الی چهارم) با استفاده از مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش اثرات ثابت در جدول شماره ۲ ارائه شده است. مقدار آماره F و سطح معنی‌داری مربوط به این آماره برای کل مدل‌های ارائه شده، بیانگر این است که تمام مدل‌های رگرسیون در کل معنی‌دار است.

بررسی نتایج ارائه شده در مدل اول بیانگر این است که بین اندازه هیأت‌مدیره و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه مثبت و غیرمعنی‌داری وجود دارد. بنابراین، فرضیه اول پذیرفته نمی‌شود. این نتیجه که به صورت بالقوه مؤید فرضیه جانشینی است، از لحاظ نوع رابطه و از لحاظ عدم وجود رابطه معنی‌دار با نتایج پژوهش‌های عبدالسلام و همکاران (Abdelsalam, et al., 2008) مطابقت دارد.

در خصوص فرضیه دوم نیز ضریب متغیر درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و سطح معنی‌داری مربوط به آماره t بیانگر این است که بین درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه منفی و غیرمعنی‌دار وجود دارد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش نیز پذیرفته نمی‌شود. این نتیجه که به صورت بالقوه مؤید فرضیه جانشینی است، از لحاظ نوع رابطه با نتایج پژوهش‌های فارینها (Farinha, 2003)، بلدن و همکاران (Belden, et al., 2005)، عبدالسلام و همکاران (Abdelsalam,)

(et al., 2008) و ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۹) مغایر است. از لحاظ نبود رابطه معنی‌دار نیز تنها با نتایج پژوهش فارینها (Farinha, 2003) و عبدالسلام و همکاران (Abdelsalam, et al., 2008) مطابقت دارد و با نتایج سایر پژوهش‌های ذکر شده مطابقت ندارد.

نتایج ارائه شده در مدل سوم نیز بیانگر این است که بین حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیأت‌مدیره و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌دار وجود ندارد. این نتیجه به صورت بالقوه مؤید فرضیه جانشینی است. بنابراین، فرضیه سوم پذیرفته نمی‌شود.

ضریب متغیر درصد مالکیت مدیریتی و سطح معناداری مربوط به آماره t نیز که در مدل چهارم ارائه شده است، بیانگر این است که بین درصد مالکیت مدیریتی و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه معنی‌دار وجود ندارد. بنابراین، فرضیه چهارم نیز پذیرفته نمی‌شود. این نتیجه که به صورت بالقوه مؤید فرضیه جانشینی است، از لحاظ نوع رابطه با نتایج پژوهش ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۹) مطابقت دارد و با نتایج پژوهش عبدالسلام و همکاران (Abdelsalam, et al., 2008) مطابقت ندارد. لیکن، از لحاظ نبود رابطه معنی‌دار با نتایج هر دو پژوهش ذکر شده مطابقت دارد.

جدول (۲): نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه‌های مبتنی بر ساز و کارهای نظارتی داخلی

متغیرهای پژوهش	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳	مدل ۴
اندازه هیأت‌مدیره	۰/۰۱۰۸ (۰/۰۶۳۶)	----	----	----
درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره	----	۰/۳۰۵۴ (-۱/۴۶۴۶)	----	----
حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیأت‌مدیره	----	----	۰/۱۵۰۶ (-۱/۴۷۱۵)	----
درصد مالکیت مدیریتی	----	----	----	۰/۰۰۶۹ (-۱/۵۳۸۳)
فرصت‌های رشد شرکت	۰/۰۴۷۲ (-۱/۶۹۰۴)	۰/۰۴۵۱ (-۱/۶۱۵۳)	۰/۰۴۶۶ (-۱/۶۷۴۲)	۰/۰۴۶۰ (-۱/۶۵۱۳)
اندازه شرکت	۰/۱۰۷۰ (۲/۰۷۲۹)**	۰/۰۹۶۲ (۱/۸۴۹۵)**	۰/۱۰۵۷ (۲/۰۵۳۰)**	۰/۱۰۷۷ (۲/۰۹۲۵)**
مقدار ثابت	۰/۹۲۸۴ (-۰/۸۵۳۶)	۰/۵۵۰۸ (-۰/۸۲۳۸)	۰/۷۳۵۵ (-۱/۱۵۲۳)	۰/۸۵۵۷ (-۱/۳۵۵۱)
ضریب تعیین	۰/۳۰۹۲	۰/۳۱۲۳	۰/۳۱۲۴	۰/۳۱۲۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۰۶۱	۰/۲۰۹۷	۰/۲۰۹۷	۰/۲۱۰۱
آماره F	۲/۹۹۹۴	۳/۰۴۳۶	۳/۰۴۴۰	۳/۰۴۸۲
معنی‌داری آماره F	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
آماره دوربین واتسون	۱/۷۹۵۵	۱/۸۱۱۹	۱/۷۸۹۶	۱/۸۰۵۶

آماره t داخل پراتر ارائه شده است. علامت‌های *، ** و *** نیز به ترتیب معناداری در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ است.

۷-۴- فرضیه‌های مبتنی بر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی خارجی

نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه‌های مبتنی بر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی خارجی (فرضیه‌های پنجم الی هفتم) با استفاده از مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش اثرات ثابت در جدول شماره ۳ ارائه شده است. مقدار آماره F و سطح معنی‌داری مربوط به این آماره برای کل مدل‌های ارائه شده، بیانگر این است که تمام مدل‌های رگرسیون در کل معنی‌دار است.

بررسی نتایج ارائه شده در مدل پنجم بیانگر این است که بین درصد مالکیت نهادی و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه مثبت و غیرمعتادار وجود دارد. بنابراین، فرضیه پنجم پذیرفته نمی‌شود. این نتیجه که به صورت بالقوه مؤید فرضیه پیامد است، از لحاظ نوع رابطه با نتایج پژوهش‌های عبدالسلام و همکاران (Abdelsalam, et al., 2008)، فروغی و همکاران (۱۳۸۸) و صادقی شریف و بهادری (۱۳۸۸) مطابقت دارد و با نتایج پژوهش‌های فارینها (Farinha, 2003)، کومار (Kumar, 2006) و ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۹) مغایر است. از لحاظ نبود رابطه معنی‌دار نیز تنها با پژوهش فروغی و همکاران (۱۳۸۸) مطابقت دارد.

در خصوص فرضیه ششم، سطح معنی‌داری مربوط به آماره t بیانگر این است که بین اندازه حسابرس و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. بنابراین، فرضیه ششم در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می‌شود. این نتیجه که به صورت بالقوه مؤید فرضیه جانشینی است، از لحاظ نوع رابطه با نتایج پژوهش میتون (Mitton, 2004) مطابقت ندارد، لیکن، از لحاظ وجود رابطه معنی‌دار با نتایج پژوهش وی مطابقت دارد.

نتایج حاصل از بررسی مدل هفتم نیز بیانگر این است که بین نسبت بدهی و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. بنابراین، فرضیه هفتم در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می‌شود. این نتیجه که به صورت بالقوه مؤید فرضیه جانشینی است، از لحاظ نوع رابطه با نتایج پژوهش‌های فارینها (۲۰۰۳) و النجار و همکاران (Al-Najjar, et al., 2009) مطابقت دارد. لیکن، از لحاظ وجود رابطه معنی‌دار تنها با نتایج پژوهش النجار و همکاران (Al-Najjar, et al., 2009) مطابقت دارد.

جدول (۳): نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه‌های مبتنی بر ساز و کارهای نظارتی خارجی

متغیرهای پژوهش	مدل ۵	مدل ۶	مدل ۷
درصد مالکیت نهادی	۰/۰۰۲۷ (۱/۱۴۹۲)	-----	-----
اندازه حسابرس	-----	۰/۳۵۰۱ - (۳/۰۴۲۹)*	-----
نسبت بدهی	-----	-----	۰/۶۴۷۳ - (۲/۸۰۷۶)*
فرصت‌های رشد شرکت	۰/۰۴۸۵ - (۱/۷۴۱۱)	۰/۰۵۱۳ - (۱/۸۵۵۰)**	۰/۰۲۸۵ - (۱/۰۰۰۴)
اندازه شرکت	۰/۱۱۲۶ (۲/۱۷۵۳)**	۰/۱۰۳۳ (۲/۰۲۰۵)	۰/۰۷۹۵ (۱/۵۲۵۵)
مقدار ثابت	۱/۰۸۶۴ - (۱/۶۴۸۵)	۰/۶۹۱۰ - (۱/۰۹۷۵)	۰/۱۲۷۵ - (۰/۱۸۷۲)
ضریب تعیین	۰/۳۱۱۱	۰/۳۲۲۶	۰/۳۲۰۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۰۸۳	۰/۲۲۱۴	۰/۲۱۹۲
آماره F	۳/۰۲۶۶	۳/۱۹۰۸	۳/۱۶۲۳
معنی‌داری آماره F	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
آماره دوربین واتسون	۱/۸۰۵۷	۱/۸۴۲۲	۱/۷۹۳۲

آماره t داخل پرانتز ارائه شده است. علامت‌های *، ** و *** نیز به ترتیب معناداری در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ است

بحث و نتیجه‌گیری

توجه به نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات جمع‌آوری شده، نشان دهنده این است که ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی داخلی تأثیر معناداری بر نسبت پرداخت سود نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارند. این نتایج، احتمالاً ناشی از تمرکز مالکیت دولتی یا شبه دولتی در شرکت‌های مورد بررسی و انگیزه‌ها و استراتژی‌های متفاوت گروه‌های ذینفع در این شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری و راهبری تلاش‌های شرکت است که احتمالاً باعث می‌شود که نقش هیأت‌مدیره در تعیین خط‌مشی‌های مدیریتی، ارائه نظرات فنی و تخصصی (مشاوره) و نظارت بر عملکرد مدیران اجرایی بسیار کم رنگ شود. در تأیید این ادعا، می‌توان به پژوهش احمدپور و همکاران (۱۳۸۸) نیز اشاره نمود که شواهدی را مبنی بر تأثیر ترکیب هیأت‌مدیره و مالکیت مدیریتی بر راهبری تلاش‌های شرکت و تعیین خط‌مشی‌های مدیریتی نیافتند. از بین ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی خارجی نیز درصد مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر نسبت پرداخت سود نقدی شرکت‌های مورد بررسی ندارد. با این وجود، رابطه مثبت مشاهده شده بیانگر این است که در زمان وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، پرداخت‌های منظم سود نقدی به صورت بالقوه تعارض

نمایندگی را کاهش می‌دهد و از این طریق، دامنه سوء استفاده احتمالی از منابع توسط مدیریت کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، با توجه به این که سود انباشته یک منبع تأمین مالی داخلی است، پرداخت سود نقدی، شرکت‌ها را ملزم به تأمین منابع مالی از بازارهای سرمایه بیرونی می‌کند که این امر نظارت بازار سرمایه بر شرکت را به دنبال خواهد داشت. افزون بر این، یافته‌های پژوهش بیانگر این است که اندازه حسابرس و نسبت بدهی دارای تأثیر منفی و معنادار بر نسبت پرداخت سود نقدی هستند. در واقع، با افزایش در اندازه حسابرس، سود نقدی پرداختی به صورت معناداری کاهش می‌یابد. این نتایج، احتمالاً ناشی از این موضوع است که عموماً شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی مورد حسابرسی قرار می‌گیرند، شرکت‌های با مالکیت دولتی یا شبه دولتی می‌باشند و عموماً دارای اهداف و استراتژی‌های متفاوتی می‌باشند. همچنین، بر مبنای نتایج پژوهش‌های انجام شده در حوزه تئوری نمایندگی، پرداخت سود و نسبت بدهی به عنوان ساز و کارهایی در جهت کاهش مشکلات مرتبط با عدم تقارن اطلاعاتی مطرح می‌شوند و از طریق کاهش جریان‌های نقدی آزاد تحت کنترل مدیریت به تعدیل مشکلات نمایندگی کمک می‌کنند. بنابراین خط‌مشی پرداخت سود و ساختار سرمایه به صورت بالقوه به عنوان جانشینی برای یکدیگر محسوب شوند. در نهایت، باید اذعان داشت که نتایج پژوهش حاضر در سطح کل شرکت‌ها بدست آمده و ممکن است در خصوص هر یک از صنایع به صورت مجزا، نتایج متفاوتی استخراج شود.

منابع و مأخذ:

۱. آقایی، محمدعلی و پری چالاکی (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال اول، شماره چهارم، صص ۵۴-۷۷.
۲. احمدپور، احمد، ملکیان، اسفندیار و حسین کردتبار (۱۳۸۸). "بررسی تأثیر مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی در رفتار مدیریت سود (مدیریت سود مبتنی بر مدل آستانه فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال اول، شماره سوم، صص ۶۸-۸۹).
۳. ستایش، محمد حسین و مصطفی کاظم نژاد (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر خطمشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." دانش حسابداری، شماره ۱، صص ۲۹-۵۱.
۴. صادقی شریف، سیدجلال و حجت بهادری (۱۳۸۸). "بررسی تأثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." دوفصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۷، بهار و تابستان، صص ۶۱-۸۰.
۵. فروغی، داریوش، سعیدی، علی و محسن اژدر (۱۳۸۸). "تأثیر سهامداران نهادی بر خطمشی تقسیم سود." فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال اول، شماره دوم، صص ۱۱۴-۱۲۹.
۶. کردستانی، غلامرضا (۱۳۸۸). "آزمون تجربی فرضیه پیام‌رسانی سود نقدی در بورس اوراق بهادار تهران." پیشرفت‌های حسابداری، شماره ۱، صص ۱۴۵-۱۲۹.
7. Abdelsalam, O. and El-Masry, A. Elsegini, S. (2008). "Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market Further Evidence From CASE 50." *Managerial Finance*, Vol. 34, No. 12, pp. 953-964.
8. Al-Najjar, B. and Hussainey, K. (2009). "The Association Between Dividend Payout and Outside Directorships." *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 10, No. 1, pp. 4-19.
9. Belden, S., Fister, T. and Knapp, B. (2005), "Dividends and directors: do outsiders reduce agency costs?." *Business and Society Review*, Vol. 110, No. 2, pp. 171-80.
10. Blair, M. M. (1995). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.
11. Bushee, B. J. (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior." *The Accounting Review*, Vol. 73, pp. 305-334. Dey, A. (2008). "Corporate Governance and Agency Conflicts." *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 5, pp. 1143-1181.

12. Easterbrook, F. (1984). "Two Agency Cost Explanations of Dividends." *American Economic Review*, Vol. 74, pp. 650-659.
13. Farinha, J. (2003). "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: an Empirical Analysis." *Journal of Business, Finance & Accounting*, pp. 1173-1209.
14. Farinha, J. and Foronda, O. L (2009). The Relation between Dividends and Insider Ownership in Different Legal Systems: International Evidence. *The European Journal of Finance*, Vol. 15, No. 2, pp. 169–189.
15. Frankfurter, G. M. and Wood, B. G (2002). "Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests." *International Review of Financial Analysis*, Vol. 11, pp. 111–138.
16. Hasan, A. and Butt, S. A. (2009). "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies." *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, No. 2, pp. 50-57.
17. He, E. and D. W. Sommer (2010). "Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition." *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 77, No. 2, pp. 265-295.
18. Henry, D. (2010). "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective." *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 18, pp. 24-46.
19. Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
20. Jiraporn, P., Kim, J. C. and Kim, Y. S. (2011). "Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation." *The Financial Review*, No. 46. Pp. 251-279.
21. Kumar, J. (2006). "Corporate Governance and Dividends Payout in India." *Journal of Emerging Market Finance*, Vol. 5, No. 1, pp. 16-58.
22. Lasfer, A. M. (2006). "The Interrelationship between Managerial Ownership and Board Structure." *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, No. 7 & 8, pp. 1006-1033.
23. Mitton, T. (2004). "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets." *Emerging Markets Review*, Vol. 5, PP. 409-426.
24. Rozeff, M, (1982), "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of dividend Payout Ratios." *The Journal of Financial Research*, Vol. 5, No.3, pp. 249-259.
25. Salo, J. (2008). "Corporate Governance and Environmental Performance: Industry and Country Effects." *Competition & Change*, Vol. 12, No. 4, pp. 328–354.
26. Shiller, R. J. (1984). "Stock Prices and Social Dynamics." *Brookings Papers on Economic*, pp. 457–510.