

# تأثیر ترکیب هیات مدیره بر رفتار تقسیم سود با تأکید بر اثر تعاملی متغیرها و نوع صنعت به روش های PLS و GLS

فرزین رضایی\*

خدیجه عیدان ترک زاده\*\*

تاریخ دریافت: 1391/04/25

تاریخ پذیرش: 1391/06/27

## چکیده

در این پژوهش تأثیر ترکیب اعضای هیات مدیره (نسبت مدیران غیرموظف، نقش دوگانه مدیر عامل، تعداد اعضای هیات مدیره) و اثر تعاملی این متغیرها بر رفتار تقسیم سود (نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم) در صنایع مختلف بررسی شده است. آزمون فرضیه های تحقیق به کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون چندگانه با استفاده از روش حداقل مربعات تلفیقی (PLS) و روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) از طریق داده های تابلویی انجام شده است. جامعه آماری مورد بررسی کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی بین سال های 1383 لغایت 1387 می باشد. نتایج نشان می دهد که از بین متغیرهای ترکیب اعضای هیات مدیره، متغیر نقش دوگانه مدیر عامل و تعداد اعضای هیات مدیره ارتباط معنی دار با سود تقسیمی دارند، و همچنین تأثیر تعاملی ترکیب اعضای هیات مدیره بر سود تقسیمی در صنایع مختلف معنی دار و متفاوت می باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می تواند اثر تعدیل کننده ای بر رابطه بین متغیرهای ترکیب اعضای هیات مدیره و رفتار تقسیم سود داشته باشد.

**واژه های کلیدی:** مدیران غیر موظف، تعداد اعضای هیات مدیره، نقش دوگانه مدیر عامل، رفتار تقسیم سود، حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS).

## 1- مقدمه

رفتار تقسیم سود یکی از بحث بر انگیزترین مباحث مالی است و تصمیمات مربوط با توزیع و پرداخت سود سهام یکی از بنیادی ترین مؤلفه های خط مشی شرکت ها است. مساله توزیع سود، مختص شرکت های است که ساختار حقوقی آن ها سهامی عام می باشد. در این دسته از شرکت ها مدیران و مالکان دارای اختیار تصمیم گیری و قدرت اجرایی متفاوتی هستند.

به طور کلی حاکمیت شرکتی شامل ضوابط حقوقی، فرهنگی و نهادی می شود که چگونگی اداره و عملکرد شرکت ها را تعیین می کند. عوامل کلیدی عبارتند از: صاحبان سهام و ساختار مالکیت، تعداد و ترکیب اعضای هیات مدیره و سایر ذینفعان که امکان اثرگذاری بر عملکرد شرکت را دارند (سلمن و همکاران، 1384: 26). اعضای هیات مدیره به عنوان نمایندگان صاحبان سهام، مدیر اجرایی شرکت را تعیین کرده و اداره امور شرکت را به وی می سپارند. به طور خلاصه می توان گفت تعیین خط مشی اصلی شرکت و

\* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات  
Farzin.rezaei@qiau.ac.ir

\*\* کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین.

نظارت بر اجرای آن در اختیار هیات مدیره است اما تبدیل این خط مشی به برنامه اجرایی فعالیت بنگاه، در محدوده اختیارات مدیر عامل یا مدیر اجرایی شرکت قرار دارد. با توجه به تعریف عمومی حاکمیت شرکتی جایگاه هیات مدیره به عنوان بخشی از ساختار حاکمیت شرکتی و به عنوان نهاد هدایت کننده ای است که نقش مراقبت و نظارت بر کار مدیران اجرایی را به منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران بر عهده دارد (عبدالسلام و همکاران، 2008: 953)<sup>1</sup>. از این رو یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ترکیب اعضای هیات مدیره می باشد، تا با استفاده از آن بتوان راهبردهای لازم را برای عملکرد بهتر شرکت و همچنین افزایش سهام آن ها تدوین نمود.

## 2- بیان مسأله

مهم ترین عوامل تعیین کننده سطح سود محدودیت های تامین مالی، فرصت های سرمایه گذاری، اندازه شرکت و فشار از سوی سهامداران و مقامات نظارت کننده است. با توجه به این که سازمان های امروزی به منظور کاهش تعارض منافع بین سهامداران و مدیریت بر مجزاسازی مالکیت از مدیریت تاکید می ورزند، با افزایش تعداد سهامداران به ویژه سهامداران عمده، تضاد منافع بین سهامداران و مدیران و نیز میان سهامداران افزایش می یابد که از وجود این تعارض منافع، هزینه نمایندگی به وجود می آید (بابایی زکلیگی و احمدوند، 1387: 42). سیاست تقسیم سود ساز و کاری برای کاهش هزینه های نمایندگی است و نقش مهمی در کنترل مسائل نمایندگی از طریق نظارت بر فعالیت ها دارد با توجه به تئوری نمایندگی در صورت وجود جریان نقدی آزاد زیاد در شرکت، سهامداران حقیقی توزیع بیشتر سود سهام را بر عدم توزیع آن ترجیح می دهند، زیرا ممکن است مدیران از نقدینگی نگهداری شده در شرکت به نفع خود سوء استفاده کنند؛ در این صورت پرداخت سود سهام می تواند سطح نقدینگی که مدیران به نفع خود سوء استفاده می کنند را کاهش دهد. ترکیب اعضای هیات مدیره نیز با توجه به ویژگی ها (نسبت مدیران غیر موظف، نقش دوگانه مدیر عامل و اندازه) نقش مهمی را در نظارت و ایجاد نظم در مدیریت شرکت ها ایفا می کنند (عبدالسلام و همکاران 2008: 956).

این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که « آیا ترکیب اعضای هیات مدیره بر رفتار تقسیم سود تأثیرگذار است، همچنین تأثیر تعاملی شاخص های ترکیب اعضای هیات مدیره بر رفتار تقسیم سود در صنایع مختلف چگونه است؟ »

تقریباً تمامی تحقیقات انجام شده در سال های قبل و شواهد موجود، مربوط به بازارهای مالی پیشرفته و بازارهای سهام توسعه یافته می باشد و کمتر تحقیقاتی در بازارهای سهام نوظهور و نوپا صورت گرفته است. بنابراین مطالب منتج شده از تحقیقات قبل ممکن است در بازارهای نوظهور و نوپا صادق و درست

<sup>1</sup>. Abdelsalam



نماینده‌گی را مطرح کردند. آن‌ها مدیران شرکت‌ها را به عنوان کارگزاران و سهامداران را به عنوان کارگمار تعریف کردند. مشکل در اینجا آن است که کارگزاران لزوماً به نفع کارگمار تصمیم‌گیری نمی‌کنند. هزینه‌های نمایندگی وقتی به بار می‌آیند که مدیران تصمیمات به حداکثر رساننده ارزش فاصله می‌گیرد و سرمایه‌گذاران متحمل هزینه‌هایی برای نظارت بر مدیر می‌شوند. یکی از مکانیسم‌های پیشنهاد شده برای کاهش هزینه‌های نمایندگی کاهش وجوه اختیاری در دسترس مدیران است (Jensen و Meckling، 1976: 307-310).

مدیران عاقل و محتاط که در جهت بهترین منافع سهامداران عمل می‌کنند، باید روی تمام فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری نمایند. اما تفکیک مدیریت و مالکیت مدیران شرکت را به این وسوسه می‌اندازد که از وجوه مازاد استفاده کرده، یا به طریق دیگر آن‌ها را تلف کنند. استفاده ناکارآمد از وجوه مازاد علی‌رغم فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور توسط مدیریت ابتدا توسط برل و مینز (1932) شناسایی شد. فرضیه جریان نقدی جنسن (1986) این اظهار نظر را به روز کرد و عدم تقارن اطلاعات بازار را با تئوری نمایندگی ترکیب نمود (فرانکفورت و وود، 2002: 115). شرکت‌های با جریان نقدی آزاد معمولاً هزینه‌های نمایندگی بالایی دارند. وجود جریان نقدی آزاد می‌تواند منتهی به این شود که مدیریت به پروژه‌های سرمایه‌گذاری نیمه‌بهینه دست بزند. برای کاهش جریان‌های نقدی موجود برای مدیران و بنابراین کاهش هزینه‌های نمایندگی، جنسن (1986) پیشنهاد می‌کند که بهتر است نقدینگی اضافه به صورت سود سهام به سهامداران بازگردد تا امکان اینکه این وجوه روی پروژه‌های غیر سودآور به هدر بروند کاهش یابد (کوکوی و گویزانی، 2009: 44)<sup>5</sup>.

پرداخت سود سهام، وجوه موجود برای مصارف متفرقه و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد و مدیران را وادار می‌کند که در بازارهای سرمایه در جستجوی تأمین مالی باشند. نظارت کارآمد بازارهای سرمایه فعالیت سرمایه‌گذاری کمتر از حد بهینه و مصارف متفرقه بیش از حد را کاهش داده و از این طریق هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد (فرانکفورت و وود، 2002: 115)<sup>6</sup>. طبق نظریه علامت‌دهی، شرکتها زمانی سود سهام نقدی خود را افزایش می‌دهند که انتظار افزایش در سودآوری را داشته باشند. بر اساس گام تصادفی نیز بهترین برآورد از رفتار تقسیم سود آینده شرکت، وضعیت حال آن است. (جهان‌خانی و قربانی، 1385: 35) کاهش عدم تقارن اطلاعات میان مدیران و مالکان از طریق تغییرات غیر منتظره در رفتار تقسیم سود اساس مدلی‌های علامت‌دهی سود سهام است. تئوری هزینه نمایندگی از رفتار تقسیم سود برای همسوسازی بهتر منافع سهامداران و مدیران شرکت استفاده می‌کند. فرضیه جریان نقدی آزاد ترکیبی اختصاصی از الگوهای هزینه نمایندگی و علامت‌دهی است. پرداخت سود سهام می‌تواند سطح وجوه موجود برای مصرف متفرقه توسط مدیران شرکت را کاهش دهد (فرانکفورت و وود، 2002: 115). در تحقیق حاضر با توجه به متغیرهای موجود، این

<sup>5</sup>. Kouki and Guizani

<sup>6</sup>. Frankfurter and Wood

نظریه بر اساس این فرض است که مدیران نسبت به افراد خارج شرکت اطلاعات بیشتری در مورد جریان‌های نقدی آینده دارند و انگیزه‌هایی برای انتشار اطلاعات به سرمایه‌گذاران و توزیع سود دارند.

#### 4-1- تحقیقات داخلی

واشگانی فراهانی (1388) ارتباط بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری شامل تعداد اعضای هیات مدیره و تفکیک میان ریاست هیات مدیره و مدیر عامل در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. یافته‌های تحقیق آن‌ها نشان داد که در سطح اطمینان 95% رابطه معنادار بین کیفیت سود حسابداری با تعداد اعضای هیات مدیره و تفکیک میان ریاست هیات مدیره از مدیر عامل وجود ندارد. اما در سطح اطمینان 89% در صنایع فرآورده‌های غذایی و آشامیدنی بین اقلام تعهدی و تفکیک ریاست هیات مدیره از مدیر عامل ارتباط معناداری وجود دارد. بدین صورت که بر خلاف انتظار در شرکت‌هایی که میان ریاست هیات مدیره از مدیر عامل آن‌ها تفکیک وجود دارد اقلام تعهدی بیشتر و کیفیت سود پایین‌تر می‌باشد (واشگانی فراهانی، 1388). در تحقیق انجام شده توسط قنبری (1386) رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد مورد بررسی قرار گرفت که نسبت حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره از جمله مکانیزم‌های درونی و سرمایه‌گذاران نهادی نیز به عنوان یکی از مکانیزم‌های بیرونی در آن پژوهش در نظر گرفته شد. تحقیق با نمونه‌ای مشتمل از 73 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و با استفاده از داده‌های سال‌های 84-1382 و با کمک روش‌های آماری (ضریب همبستگی، تحلیل ضرائب رگرسیون و آزمون مقایسه میانگین دو جامعه مستقل) فرضیه‌های تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و نتایج نشان داد که نسبت حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره بر عملکرد تأثیری ندارد، اما سرمایه‌گذار نهادی با عملکرد رابطه مستقیم و مثبت دارد (قنبری، 1386).

مشایخ و اسماعیلی (1385) در مطالعه‌ای رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری شامل درصد مالکیت اعضای هیات مدیره و تعداد مدیران غیرموظف در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد تعداد مدیران غیرموظف و درصد مالکیت اعضای هیات مدیره که از ساز و کارهای اصول راهبری محسوب می‌شوند، در ارتقای کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نقش با اهمیتی ندارند (مشایخ و اسماعیلی، 1385).

#### 4-2- تحقیقات خارجی

گوش<sup>7</sup> (2006) تأثیر مشخصات هیات مدیره بر عملکرد شرکت را بررسی کرد. یافته‌های تحقیق نشان داد که با کنترل عوامل ویژه شرکت، هیات مدیره‌های بزرگتر معمولاً "تأثیری تضعیف‌کننده بر

<sup>7</sup>. Ghosh

عملکرد شرکت دارند و این یافته بر اساس معیارهای سنجش عملکرد (مبتنی بر حسابداری یا مبتنی بر بازار) مورد قضاوت قرار گرفته است. همچنین نتایج نشان داد که حقوق و مزایای مدیر ارشد اجرایی تأثیر معناداری بر روی عملکرد شرکت دارد (گوش، 2006).

پارک و شین<sup>8</sup> (2004) رابطه بین ترکیب هیات مدیره و مدیریت سود در کانادا را مورد بررسی قرار دادند. یافته های تحقیق آن ها نشان داد که سودها برای جلوگیری از افت و زیان رو به بالا مدیریت می شوند، همچنین اعضای خارجی هیات مدیره به طور کلی اقلام تعهدی غیر عادی را کاهش نمی دهند و اگر هیات مدیره از سهامداران نهادی فعال عضو داشته باشد مدیریت سود کاهش می یابد، همچنین یافته ها حاکی از آن است که افزودن اعضای خارجی به هیات مدیره به خودی خود عملکرد شرکت را بهبود نمی بخشد به ویژه در حوزه هایی که مالکیت در آن ها بسیار متمرکز است (پارک و شین، 2004).

کلین (2002) رابطه بین کمیته حسابرسی، مشخصات هیات مدیره و مدیریت سود را بررسی کردند. نتایج تحقیق رابطه منفی میان استقلال کمیته حسابرسی و استقلال هیات مدیره با اقلام تعهدی غیر عادی را نشان داد، همچنین نتایج حاکی از آن بود که وجود مدیران غیر موظف در ترکیب اعضای هیات مدیره در نظارت فرایند حسابداری و مالی شرکت مؤثرتر می باشد (کلین، 2002).

ماچوگا و تی تل<sup>9</sup> (2009) در پژوهش خود در باره اینکه آیا مشخصات هیات مدیره به جز تبعیت از استقلال هیات مدیره (افشای ترکیب اعضای هیات مدیره، مالکیت متمرکز در خانواده و اعضای سهامدار هیات مدیره) با بهبود کیفیت سود در ارتباط هستند یا خیر، را بررسی کردند. نتایج نشان داد شرکتهایی که مالکیت خانوادگی متمرکز یا اعضای سهامدار در ترکیب هیات مدیره دارند نسبت به شرکتهایی که این مالکیت را در ترکیب هیات مدیره خود ندارند، افزایش بیشتری در کیفیت سود دارند و همچنین نتیجه گرفتند که کاربرد اصلاحات حاکمیت شرکتی در سطح شرکت بدون در نظر گرفتن محیط های حقوقی و فرهنگی می تواند تأثیرات مطلوب این تغییر را محدود نماید (ماچوگا و تی تل، 2009).

عبد السلام و المصری<sup>10</sup> و السیجینی<sup>11</sup> (2008) ترکیب اعضای هیات مدیره، ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در یک بازار نوظهور را مورد بررسی قرار دادند. آن ها 50 شرکت برتر پذیرفته شده در بورس مصر را در سالهای 2003 تا 2005 به عنوان نمونه بررسی کردند، یافته های تحقیق آن ها وجود یک رابطه مثبت و معنادار میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و هر دو مورد با سیاست تقسیم سود را تأیید کردند اما هیچ رابطه معنادار میان ترکیب هیئت مدیره و سیاست تقسیم سود نشان داده نشده است (عبد السلام و همکاران، 2008).

<sup>8</sup> Park and Shin

<sup>9</sup> Machuga and Teitel

<sup>10</sup> El-Masry

<sup>11</sup> Elsegini

## 5- فرضیه های تحقیق

**فرضیه اول:** تاثیر ترکیب اعضای هیات مدیره بر نسبت سود تقسیمی شرکت ها معنادار است .

**فرضیه دوم:** تاثیر تعاملی ترکیب اعضای هیات مدیره بر نسبت سود تقسیمی شرکتها در صنایع مختلف متفاوت است.

## 6- قلمرو تحقیق

قلمرو تحقیق از بعد زمانی، اطلاعات شرکت‌های نمونه در یک دوره 5 ساله در فاصله زمانی سال های 1383 لغایت 1387 می‌باشد و از بعد مکانی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

## 7- جامعه آماری، حجم نمونه و روش نمونه گیری

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و برای نمونه گیری از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک به شرح زیر استفاده شده است:

- 1- دوره مالی شرکت‌های نمونه منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  - 2- وقفه معاملاتی بیش از 4 ماه در بورس اوراق بهادار تهران نداشته باشد.
  - 3- جزو شرکت‌های واسطه گری مالی، سرمایه گذاری، نهاده ای پولی بانکی و هلدینگ نباشند.
  - 4- اطلاعات آن ها در دسترس باشد.
  - 5- تغییر دوره مالی، طی دوره تحقیق نداشته باشد
- با توجه به شرایط فوق تعداد 65 شرکت انتخاب شدند.

## 8- ابزارها و شیوه های گردآوری اطلاعات

برای گردآوری اطلاعات تحقیق حاضر از مطالعات کتابخانه ای استفاده گردید. داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق از صورت های مالی شرکت‌ها، گزارش هیات مدیره و صورت جلسات مجمع عمومی، آرشیو آماری موجود در سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار ره آورد نوین استخراج گردید. به منظور واکاوی داده ها و بدست آوردن نتایج از روش رگرسیون به طریق داده‌های تابلویی<sup>12</sup> و به کمک نرم افزار آماری Eviews و SPSS استفاده شد.

## 9- روش تحقیق

هدف از تحقیق کاربردی به دست آوردن درک یا دانش لازم برای تعیین ابزاری است که به وسیله آن نیازی مشخص و شناخته شده برطرف گردد . از اینرو، تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی است. در روش پژوهش پس رویدادی هدف یافتن علت یا علل پدید آمدن حادثه یا رویداد است و محقق در تکاپوی شناسایی آن ها است . از آن جایی که به دنبال یافتن عوامل دیگر مؤثر رفتار تقسیم سود بنام

<sup>12</sup>. Panel data

ترکیب اعضای هیات مدیره هستیم نوع روش تحقیق حاضری یا پس رویدادی می گردد. در تحقیق حاضر تأثیر متغیرهای مستقل بر سود تقسیمی به دو صورت مورد بررسی قرار گرفته است، که تأثیر هر کدام از متغیرها به طور جداگانه بر سود تقسیمی با استفاده از روش حداقل مربعات تلفیقی و تأثیر تعاملی متغیرهای ترکیب اعضای هیات مدیره به همراه نوع صنعت به عنوان متغیر دامی را بر سود تقسیمی با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته مورد ارزیابی قرار داده است. برای بررسی و آزمون معنی دار بودن معادله رگرسیون نیز از آماره F استفاده خواهیم نمود. با توجه به مدل های رگرسیونی معرفی شده در تحقیق، فرضیه های این آزمون به شرح زیر خواهد بود:

$$H_0 : \beta_0 = \beta_1 = \dots = \beta_K = 0$$

$$H_1 : \beta_0 = \beta_1 = \dots = \beta_K \neq 0$$

اگر فرضیه  $H_0$  صحیح باشد به این معنی است که هیچ کدام از متغیرهای توضیحی بر تغییرات  $DY_t$  تأثیری ندارند و تغییرات، صرفاً تصادفی است. ولی اگر فرضیه  $H_1$  درست باشد به این مفهوم است که حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که در تغییرات (متغیر وابسته) مؤثر است. نحوه آزمون نیز بدین صورت است که آماره آزمون F را با مقدار بدست آمده از جدول F در سطح  $\alpha$  درصد و با درجه آزادی K و  $n-k-1$  مقایسه می کنیم. اگر آماره آزمون بزرگتر از عدد بدست آمده از جدول باشد فرض  $H_0$  را رد می کنیم و نتیجه می گیریم که کل مدل رگرسیون تخمین زده شده معنی دار است.

## 10- اندازه گیری متغیرهای تحقیق

نماد	واژه	شرح
Dy	DivRatio	نسبت سود نقدي بر سود هر سهم $\left[ \frac{DPS}{EPS} \right]$
	DivRatio	نسبت سود نقدي بر سود هر سهم با یک دوره تأخیر (t-1) $\left[ \frac{DPS}{EPS} \right]$
ID	InDependence	نسبت اعضای هیات مدیره غیر موظف به کل اعضای هیات مدیره
DR	DuaLRoLe	متغیر مجازي است و زمانی که مدیر عامل عضو هیات مدیره هم باشد دارای ارزش یک و در غیر این صورت دارای ارزش صفر می باشد.
BS	Boardsize	تعداد اعضای هیات مدیره
ROE	ROE	نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام
EPS	EPS	سود هر سهم
Type	Type	نوع صنعت



# 11- آزمون فرضیات پژوهش

## 11-1- آزمون فرضیه اول

فرضیه اول: «تاثیر ترکیب اعضای هیات مدیره بر نسبت سود تقسیمی شرکت ها معنادار است». مدل رگرسیونی که برای آزمون فرضیه اول استفاده شده است به صورت رابطه 1 زیر می باشد:

Model 1:

$$DY_t = \alpha_0 + \beta_1 ID_t + \beta_2 DR_t + \beta_3 BS_t + \beta_4 DY_{t-1} + \beta_5 ROE_t + \beta_6 EPS_t + \mu_0 \quad (1)$$

جدول 1- نتایج حاصله از مدل رگرسیون فرضیه اصلی اول

متغیر وابسته مدل : نسبت سود نقدی بر سود هر سهم				
متغیرهای مستقل	ضرایب $\beta$	خطای استاندارد	آماره t	احتمال (sig)
(C)	0/821	0/2464	4/391	0/000
ROE	0/094	0/0427	2/221	0/027
EPS	2/96	1/26	0/021	0/983
DY(t-1)	0/1339	0/0258	5/145	0/000
ID	-0/0694	0/0765	-0/907	0/364
DR	-0/0387	0/0408	-1/748	0/083
BS	-0/093	0/0441	-2/127	0/034
ضریب تعیین	0/1394			
ضریب تعیین تعدیل شده	0/1242			
آماره t	7/897			
احتمال آماره t	0/000			
آماره دوربین واتسون	1/879			
آماره -h دوربین	1/09			

\*منبع: یافته های پژوهشگر

همان گونه که ملاحظه می گردد آزمون معنی داری کل مدل نشان می دهد که مدل برازش یافته از نظر آماری، معنی دار است. با توجه به اینکه احتمال آماره  $F$  برابر  $\alpha = 0/01$  است در نتیجه فرض  $H_1$  پذیرفته شده و می توان گفت که مدل تخمینی با 99 درصد اطمینان معنی دار و صحیح است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نشان می دهد که رگرسیون برازش شده حدود 12/4 درصد از تغییرات متغیر وابسته

$\frac{DPS}{EPS}$  را توضیح می دهد. مقدار آماره  $-h$  دوربین نیز در فاصله

+1/96 و -1/96 قرار داشته و نشان از عدم وجود همبستگی پیاپی در مدل دارد. بر اساس نتایج حاصله، به جزء متغیرهای  $EPS$  و  $ID$ ، بقیه متغیرهای تحقیق از نظر آماری معنی دار هستند. بنابراین همانگونه که ملاحظه می گردد متغیرهای  $ROE$  با 95 درصد و  $(t-1)$

$\frac{DPS}{EPS}$  و (C) با 99 درصد اطمینان معنی دار گردیده اند. متغیرهای  $DR$

و BS نیز با ضریب منفی ارتباط معنی‌داری با متغیر وابسته دارند از این رو چنین به نظر می‌رسد که اگر مدیرعامل، عضو هیات مدیره هم باشد مقدار سود تقسیمی کمتر خواهد بود و برعکس.

همچنین با افزایش تعداد اعضای میزان  $\frac{DPS}{EPS}$  کاهش می‌یابد و برعکس.

بنابراین می‌توان گفت که تأثیر ترکیب هیات مدیره بر سود تقسیمی شرکت‌های مورد بررسی معنی‌دار است. آزمون این فرضیه نیز دلیلی بر وجود همبستگی معنی‌دار بین نسبت سود نقدی بر سود هر

سهم  $\frac{DPS}{EPS}$  و نسبت اعضای هیات مدیره غیر موظف به کل اعضای (ID)

هیات مدیره حاصل نکرد و لذا چنین به نظر می‌رسد که مدیران غیر موظف نقش مؤثری در سود تقسیمی ایفاء نمی‌کنند.

## 11-2- آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: «تأثیر تعاملی ترکیب اعضای هیات مدیره بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌ها در صنایع مختلف متفاوت است».

مدل رگرسیونی که برای آزمون فرضیه دوم استفاده شده است به صورت رابطه 2 می‌باشد:

$$DY_t = \beta_1 + \beta_2 ID_t + \beta_3 BS_t + \beta_4 DR_t + \beta_5 DY_{t-1} + \beta_6 ID * DR + \beta_7 ID * BS + \beta_8 DR * BS + (2)$$

$$\prod_{i=1}^n \beta_9 TYPE + \beta_{10} ROE_t + \beta_{11} EPS_t + \mu_0$$

به منظور بررسی صحت فرضیه فوق به شرح زیر اقدام و نتایج به شرح ذکر شده حاصل گردید. در ابتدا به منظور انتخاب مدل و روش مناسب تخمین و با توجه به اینکه در این مدل تعداد 20 متغیر دامی وجود خواهد داشت، جهت جلوگیری از ایجاد همخطی در مدل از روش اثرات ثابت اسفاده ن‌نموده و با توجه به نتایج مربوط به روش اثرات مشترک و اثرات تصادفی، نتیجه‌گیری و اقدام شده است. در روش اثرات ثابت بهتر است از متغیر موهومی (دامی) استفاده نکرد، چرا که با متغیرهای موهومی که برای عرض از مبدأ در این مدل به کار برده شده همخطی پیدا می‌کنند.

بعد از تخمین مدل با هر دو روش اثرات مشترک و اثرات تصادفی، اقدام به اجرای آزمون LM می‌نمائیم. مقدار آماره LM محاسبه شده برابر 106/29 می‌باشد و با توجه به مقدار بحرانی آماره خی دو ( $\chi^2$ ) با درجه آزادی یک در سطح 95% اطمینان که برابر 3/842 می‌اشد ملاحظه می‌گردد که مقدار محاسبه شده بزرگتر از مقدار جدول بوده و از این رو بایستی مدل اثرات تصادفی را انتخاب نموده و از روش GLS استفاده نمائیم. نتایج حاصل از تخمین ها به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول 2- نتایج حاصله از مدل فرضیه اصلی دوم

متغیر وابسته: نسبت سود نقدی بر سود هر سهم		
متغیرها	مدل اثرات مشترک	مدل اثرات تصادفی
C	2/176 (1/748) *	2/090 (1/822) *
ROE	0/077 (1/804) *	0/053 (1/748) *

-1/07 (0/415)	-9/58 (0/460)	EPS
0/106 (0/000) ***	0/109 (0/000) ***	DY (t-1)
-1/087 (-1/791) *	-1/113 (-0/755)	ID
-0/245 (-1/830) **	-0/265 (-1/899) **	BS
-0/340 (-0/609)	0/218 (0/431)	DR
0/223 (1/115)	0/0370 (0/212)	ID*DR
0/166 (1/793) *	-0/287 (2/437) **	ID*BS
0/041 (1/913) **	-0/039 (-0/415)	DR*BS
-0/163 (-1/936) **	-	Dum6
0/067 (1/701) **	0/197 (1/763) *	Dum9
-	0/301 (1/926) **	Dum10
-0/105 (-1/837) *	-	Dum11
-0/143 (-1/722) *	-	Dum12
-0/207 (-1/887) *	-	Dum15
-	-0/094 (-1/803) *	Dum18
0/031	0/027	ضریب تعیین تعدیل شده (R2)
1/955	1/846	آماره دوربین واتسون (DW)
0/703	1/128	آماره h-دوربین
-	1/96	آماره F

(ادامه جدول 2)

توضیحات: علامت \*\*\* معنی داری در سطح 99 درصد اطمینان، علامت \*\* معنی داری در سطح 95 درصد اطمینان، علامت \* معنی داری در سطح 90 درصد اطمینان، بدون علامت ستاره عدم معنی داری آماری، آماره t در داخل پرانتز نشان داده شده اند  
\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان گونه که ملاحظه می‌گردد، در مدل اثرات تصادفی، تعداد 12 متغیر منظور شده در مدل معنی‌دار گردیده است. از میان متغیرهای کنترلی مجدداً متغیر ROE با 90 درصد اطمینان معنی‌دار گردیده است. در این مدل نیز مجدداً متغیرهای ID و BS معنی‌دار شده و هر

دو با متغیر وابسته رابطه معکوس و منفی را نشان می دهند . از میان متغیرهای تعاملی دو متغیر  $ID*BS$  و  $DR*BS$  معنی دار و ارتباط مثبتی با متغیر وابسته از خود نشان می دهند. از میان 5 متغیر دامی که نشان دهنده نوع صنایع می باشند ،  $d6$  (صنعت سایر محصولات کانی غیر فلزی)،  $d9$  (صنعت استخراج کانه های فلزی )،  $d10$  (صنعت فرآورده های نفتی، کک و سوخت هسته ای)،  $d11$  (صنعت فلزات اساسی )،  $d12$  (صنعت ماشین آلات و تجهیزات)،  $d15$  (صنعت ساخت محصولات فلزی )،  $d18$  (صنعت پیمانکاری صنعتی)، تنها صنایع گروه نهم و دهم است که ضریب تخمینی حاصل شده آن مثبت می باشد و ضرایب حاصله برای بقیه صنایع گروه 6، 11، 12، 15 همگی منفی می باشند و از این رو متغیر نوع صنعت می تواند اثر تعدیل کننده ای بر رابطه بین رفتار تقسیم سود و ترکیب اعضای هیات مدیره داشته باشد. مقدار ضریب تعیین مدل برابر 31% بوده و از این رو مدل یاد شده در حدود 31% از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می نماید.

مقادیر مربوط به آماره های  $-h$  دوربین و دوربین واتسون هر دو حکایت از عدم وجود خودهمبستگی پایی در مدل برآزش شده می باشد. در پایان برای آزمون معنی داری کل رگرسیون از آزمون والد (Wald Test) استفاده کردیم. در آزمون والد، مقدار  $\chi^2$  محاسبه شده برابر 425/18 می باشد. در سطح معنی داری یک درصد مقدار آماره  $H_1$  خی دو برابر 48/3 می باشد. بنابراین مطابق این آماره فرض مبنی بر غیر بودن حداقل یکی از ضرایب را نمی توان رد کرد و لذا متغیرهای الگو به طور مشترک در توضیح علت تغییرات متغیر وابسته نقش مهمی داشته و رگرسیون کلی به دست آمده معنی دار است. در مدل برآورد شده مقدار عرض از مبدأ مشترک برابر 2/090 می باشد که برابر با میانگین تمام عرض از مبدأهای مقطعی ( $\alpha_i = \alpha + u_i$ ) می باشد. مقدار تأثیر تصادفی شرکت های مختلف نشان می دهد که همگی آن ها با مقدار عرض از مبدأ مشترک تفاوت زیاد دارند. بدین ترتیب فرضیه دوم نیز تأیید گردیده و تأثیر تعاملی ترکیب اعضای هیات مدیره بر رفتار تقسیم سود در صنایع مختلف معنی دار و متفاوت می باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می تواند اثر تعدیل کننده ای بر رابطه بین متغیرهای ترکیب هیات مدیره و رفتار تقسیم سود داشته باشد.

## 12- نتیجه گیری

در این پژوهش تأثیر متغیرهای ترکیب اعضای هیات مدیره بر رفتار تقسیم سود و تأثیر تعاملی آن ها در صنایع مختلف با برآورد مدل رگرسیون چند گانه به روش داده های تابلویی با توجه به فرضیه های تحقیق مورد آزمون قرار گرفت این بررسی با استفاده از متغیرهای ترکیب اعضای هیات مدیره (نسبت م دیران غیر موظف، نقش دوگانه مدیر عامل، تعداد اعضای هیات مدیره) و رفتار تقسیم سود (نسبت سود نقدی بر سود هر سهم) صورت گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که از بین سه متغیر ترکیب اعضای هیات مدیره، متغیر  $ID$  (نسبت اعضای هیات مدیره غیر موظف به کل اعضای هیات مدیره) رابطه معنادار با سود تقسیمی حاصل نکرد و لذا چنین

به نظر می‌رسد که مدیران غیر موظف نقش مؤثری در توزیع سود ایفاء نمی‌کنند. اما DR (متغیر مجازی نقش دوگانه مدیر عامل) و BS (تعداد اعضای هیات مدیره) هر دو رابطه معنادار و منفی با سود تقسیمی دارند و از این رو چنین به نظر می‌رسد که اگر مدیرعامل، رئیس هیات مدیره هم باشد مقدار سود تقسیمی کمتر خواهد بود و برعکس. همچنین با افزایش تعداد اعضای میزان سود تقسیمی ( $\frac{DPS}{EPS}$ ) کاهش می‌یابد و برعکس. در فرضیه دوم تأثیر تعاملی

متغیرهای ترکیب اعضای هیات مدیره و رفتار تقسیم سود در صنایع مختلف (که به عنوان متغیر دامی در تحقیق در نظر گرفته شدند) آزمون گردید. نتایج نشان داد که فرضیه دوم نیز تأیید گردیده و تأثیر تعاملی ترکیب اعضای هیات مدیره بر رفتار تقسیم سود در صنایع مختلف معنی‌دار و متفاوت می‌باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می‌تواند اثر تعدیل‌کننده‌ای بر رابطه بین متغیرهای ترکیب هیات مدیره و رفتار تقسیم سود داشته باشد.



## منابع

- بابایی زکلیگی، محمدعلی و ژیلا احمدوند، (1387)، "بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران"، مجله تحقیقات مالی، شماره 26، ص 41 - 60 .
- حساس یگانه، یحیی، محمد مرادی وهدی اسکندر ، (1387)، "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت" ، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 52، ص 107-122 .
- جهان خانی، علی و سعید قربانی، (1384)، "شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار"، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره 20، ص 27-48 .
- سلمن، جیل و آریس سلمن، (1384) ، "نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکتهای سهامی"، ترجمه یحیی حساس یگانه و امیر پوریا نسب، ماهنامه حسابداری، سال 19، شماره 4 ، ص 25-65 .
- قنبری، فرحناز، (1386) ، "بررسی تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" ، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء (س) .
- مشایخ، شهناز و مریم اسماعیلی، (1385) ، "بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه های اصول راهبری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران" ، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 45، ص 25-44 .
- مهرانی، ساسان و عبدالرضا تالانه، (1377) ، "تقسیم سود در شرکت ها" ، حسابداری، شماره 125 .
- نمازی، محمد و احسان کرمانی، (1387) ، "تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" ، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 53 ، ص 83-100 .
- واشگانی فراهانی، سعید، (1388) ، "ارزیابی ارتباط بین ساختار اصول راهبری شرکت و کیفیت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" ، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم و تحقیقات تهران .
- Abdelsalam.O, Ahmed. E & Sabri.E,(2008), "Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market", *Managerial Finance* , Vol. 34 No. 12, PP. 953-964.
- Frankfurter.G.M, Bob G. Wood JR.,(2002),"Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests", *International Review of Financial Analysis*, vol 11, PP. 111-138.
- Ghosh.S,(2006),"Do Board Characteristics Affect Corporate Performance? Firm-Level Evidence for India", *Applied Economics Letters*, Vol 13, pp 435-443.
- Jensen.M,&Meckling.W,(1976),"Theory of The Firm: Managerial Behavior. A Gency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, PP.305-360.
- Jensen.M,(1986),« Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, PP. 323-329.
- Klein.A,(2002),"Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, PP.375-400.
- Kouki.M,& Guizani.M,(2009),"Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market", *European Journal of Scientific Research*, Vol.25, No.1, PP.42-53.

Machuga.s,& K.Teitel,(2009), «Board of Director Characteristics and Earnings Quality Surrounding Implementation of a Corporate Governance Code in Mexico», Journal of International Accounting, Auditing and Taxation,Vol. 18,PP.1–13.

Park.Y.W, H-H.Shin,(2004),"Board Composition and Earnings Management in Canada", Journal of Corporate Finance,Vol. 10,PP. 431– 457.

Solomon, J & A, Solomon,(2005), "Corporate Governance and Accountability", John Wiley & Sons, LTD, England,PP. 16-17-23.



پښتونستان د علومو او انساني مطالعاتو مرکز  
پرتال جامع علوم انساني