

## تأثیر حاکمیت شرکتی بر سیاستهای تقسیم سود در شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار تهران

\*دکتر زاده فتحی \*\*دکتر محمد حسین رنجبر \*\*\*لیلا فناطی رشیدی

## چکیده

خط مشی پرداخت سود به عنوان یکی از ساز و کارهای کاهش تضاد منافع مطرح شده است. در این پژوهش به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی (نظام راهبری) بر سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با توجه به در نظر گرفتن محدودیتهای نمونه آماری تعداد ۷۱ شرکت در طی سالهای ۸۶ تا ۹۰ مورد بررسی قرار گرفت.

روش تحقیق از نوع همبستگی و روش شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) میباشد. به منظور بررسی رابطه متغیرهای مورد نظر از رگرسیون چند گانه با استفاده از داده های ترکیبی به روش اثرات ثابت استفاده گردید.

نتایج حاصل از این پژوهش، بیانگر این است که مکانیزمهای حاکمیت شرکتی مبتنی بر ساختار مالکیت شامل درصد مالکیت سهام مدیران، مالکیت نهادی و ساختار هیات مدیره شامل درصد اعضای غیر موظف و حضور یکی از اعضا غیر موظف در ریاست هیات مدیره تأثیر معناداری بر نسبت پرداخت سود نقدی شرکتهای مورد بررسی ندارند.

**واژگان کلیدی:** درصد مالکیت سهام مدیران، سرمایه گذاران نهادی، درصد اعضا غیر موظف هیات مدیره، نسبت پرداخت سود نقدی به فروش.



\*استادیار. گروه مدیریت. دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی. تهران. ایران

\*\*استادیار. گروه مدیریت. دانشگاه آزاد اسلامی واحد قشم. قشم. ایران

\*\*\*مسئول مکاتبات. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری. دانشگاه آزاد اسلامی واحد قشم. قشم. ایران. Email:lrashidi85@yahoo.com

## مقدمه

در دهه های اخیر، حاکمیت شرکتی یکی از جنبه های اساسی تجارت شده و توجه به آن روز به روز در حال افزایش است. مفهوم حاکمیت شرکتی، به معنای "هدایت کردن"، که از واژه ی لاتین "Gubernare" مشتق شده که معمولاً برای هدایت یک کشتی به کار میرود. تعاریف حاکمیت شرکتی بسیار گسترده می باشد. در یک بیان، می توان تعاریف ذکر شده را به رویکردهای محدود که به رابطه بین شرکت و سهامداران محدود میشود در یکسو و رویکردهای گسترده که توجه جدی به حقوق همه ی ذی نفعان دارد در سوی دیگر طیف قرار می گیرد.

تعاریف گسترده تر نشان می دهد که شرکت ها در برابر کل جامعه، نسل های آینده و منابع طبیعی (محیط زیست) مسوولیت دارند. رویکردهای محدود در قالب تئوری نمایندگی و رویکردهای گسترده در قالب تئوری ذی نفعان بیان می شود. بررسی تعاریف متعدد از حاکمیت شرکتی نشان می دهد که مسوولیت پاسخ گویی جوهره وجودی حاکمیت شرکتی بوده، هدف نهایی آن دستیابی به چهار ویژگی مسوولیت، پاسخگویی، شفافیت، عدالت (انصاف) و رعایت حقوق ذی نفعان است. درحقیقت می توان گفت که مسوولیت پاسخگویی، شاه بیت هدفهای حاکمیت شرکتی است. (حساس یگانه ۱۳۸۴)

سیستمهای حاکمیت شرکتی به دو نوع درون سازمانی و برون سازمانی طبقه بندی می شود. سیستمهای درون سازمانی، سیستمی است که در آن شرکتهای فهرست بندی شده تحت مالکیت و کنترل تعداد کمی از سهامداران اصلی هستند که ممکن است اعضای خانواده موسس یا گروه کوچکی از سهامداران مانند بانکهای اعتباردهنده، شرکتهای دیگر یا دولت می باشد. سیستم حاکمیت شرکتی در ایران بیشتر به درون سازمانی نزدیک میباشد. سیستم حاکمیت شرکتی برون سازمانی، سیستمی است که در آن جدایی مالکیت از کنترل را شاهدیم. (حساس یگانه ۱۳۸۵)

در سیستم حاکمیت شرکتی درون سازمانی که مالکیت و مدیریت از همدیگر جدا نیستند، سود تقسیمی کمتری را پرداخت می کنند چرا که مدیریت وجوه نقد اضافی را صرف پروژه های سرمایه گذاری سودآور میکند. همچنین هزینه های نمایندگی در شرکتهایی که مدیریت آنها به عهده مالکان می باشد به دلیل همسویی اهداف مدیران و سهامداران کمتر است.

در سیستم حاکمیت شرکتی برون سازمانی که مالکیت از مدیریت جدا می باشد، سود تقسیمی بیشتری پرداخت می کنند زیرا که پرداخت سود، محصول فرعی جداسازی مدیران و مالکان شرکت سهامی است و به کاهش هزینه نمایندگی حاصل از جداسازی مالکین و مدیران شرکت سهامی کمک می کند یعنی در صورتی که این سهامداران و مدیران تضاد وجود داشته باشد در این صورت مدیریت برای حفظ موقعیت خود ناچار است سیاست تقسیم سودی را اتخاذ کند که هزینه های نمایندگی را به حداقل برساند. حاکمیت شرکتی مشکلات نمایندگی ایجاد شده بواسطه تفکیک مدیریت از مالکیت و تفکیک کنترل از مالکیت را به عهده می گیرد. سیاست تقسیم سود یک ابزار برای حل مشکل نمایندگی می باشد.

## بیان مساله و سوال اصلی تحقیق

از مسائلی مهمی که در سالهای اخیر در پی رسواییهای گسترده مالی در سطح شرکتهای بزرگ مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته و به عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه گذاران مطرح شده، موضوع حاکمیت شرکتی است که به لزوم نظارت بر مدیریت شرکت و به تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت و در نهایت حفظ حقوق سرمایه گذاران و ذینفعان می پردازد. از طرفی دیگر، خط مشی تقسیم سود نیز، پژوهش های زیادی در امور مالی و حسابداری به همراه داشته است، اما تا کنون به طور کامل به این موضوع پاسخ داده نشده که چرا شرکتهای سودشان را توزیع می کنند یا اینکه چرا سرمایه گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. این مساله به عنوان "معمای تقسیم سود" در امور مالی شناخته شده است (آداگلو ۲۰۰۰).

بر اساس تئوری نمایندگی، اغلب انتظار می رود که مدیران فعالیتهایی را انجام دهند که برای سهامداران پر هزینه باشد و حتی قراردادهای بین مدیران و شرکتهای نیز نمی تواند مانع از فعالیت های فرصت طلبانه مدیران شود. بنابراین سهامداران فاقد کنترل، نیازمند ساختاری برای نظارت هستند. حاکمیت شرکتی، ابزاری برای ایجاد توازن بین سهامداران و مدیریت است و سبب کاهش مشکلات نمایندگی می شود و این احتمال که مدیران، سیاست تقسیم سود کمتر از حد مطلوب را در پیش گیرند، کم می کند. بنابراین انتظار داریم مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود تاثیر داشته باشد (پرونی ۲۰۰۴) با توجه به موارد فوق این پرسش مطرح میشود که آیا ارتباط معناداری بین سیاست تقسیم سود و مکانیزمهای حاکمیت شرکتی در شرکتهای ایرانی وجود دارد؟

## مبانی نظری پژوهش

از آنجا که هزینه نمایندگی بر حقوق سهامداران تاثیر داشته و حقوق سهامداران با جدایی مالکیت از مدیریت شرکتها، این امکان بوجود می آید که مدیران تصمیم هایی اتخاذ نمایند که در راستای منافع خود و مغایر با منافع سهامداران باشد. (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶)

تضاد منافع که از آن به عنوان "مساله نمایندگی" تعبیری می شود، ناشی از دو علت عمده است: اول اینکه هر یک از صاحب نفع های شرکتهای سهامی عام ترجیحات متفاوتی دارند و دیگر این که هیچ کدام اطلاعات کاملی در مورد اقدام ها، دانش و ترجیحات دیگری ندارد. (برلومینز، ۱۹۳۲)

جنس نومکلینگ با شرح هزینه نمایندگی که به علت نابرابری اطلاعات میان مدیریت و سهامداران ایجاد می شود، یکی از مکانیزمهای کاهش این هزینه را کاهش جریان نقد آزاد در دسترس مدیران عنوان کردند که از طریق پرداخت سود تقسیمی حاصل می شود. (کومار ۲۰۰۶)

سود تقسیمی هزینه نمایندگی را به وسیله توزیع جریان نقد آزاد که در پروژه های بی ثمر توسط مدیریت سرمایه گذاری می شود، کاهش میدهد. (کوالاسکی ۲۰۰۶)

بر مبنای مدل نمایندگی دو فرضیه در توجیه رفتار سود تقسیمی در ادبیات مالی ارائه شده است: ۱- فرضیه نتیجه ۲- فرضیه جایگزینی. فرضیه نتیجه مبتنی بر فرضیه جریان نقد آزاد است. بر مبنای فرضیه جریان نقد آزاد، مدیران فرصت طلب، از وجوه آزاد به منظور سرمایه گذاری در پروژه ها و اموری که باعث افزایش پرستیژ و ابهت و شهرت آنها می شود، به نفع خود استفاده می کنند. (میتون ۲۰۰۴)

فرضیه نتیجه، بیان می کند تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است. در واقع شرکتهایی که حقوق سهامداران در آن رعایت نمی شود، دچار مدیریت های فرصت طلبی شوند، زیر مدیران دارای قدرت گسترده ای بوده و با نظارت بسیار کمی از طرف صاحبان سهام مواجه می شوند. در این صورت، مدیران سعی می کنند که پول نقد را به جای توزیع بین سهامداران درون شرکت نگهدارند بنابراین، پرداخت سود کمتر، نتیجه حاکمیت ضعیفتر است. اما اگر سهامداران قدرت کافی داشته باشند، می توانند بر سود تقسیمی اثر بگذارند. (بلا، ۲۰۰۸)

فرضیه دیگر در توجیه توزیع سود، فرضیه جایگزینی است. بر اساس این نظریه توزیع سود، جایگزین حقوق صاحبان سهام میشود یعنی شرکتهایی با حاکمیت ضعیف تر، سود تقسیمی بیشتری می پردازند تا جانشینی برای مدیریت ضعیف آنها باشد. این مبحث به خصوص روی نیاز شرکت برای تامین مالی از طریق بازارهای سرمایه - ای بیرونی تمرکز می کند.

شرکتهای تامین مالی خارجی، باید دارای اعتبار قابل قبولی باشند و یک راه برای ایجاد چنین اعتباری پرداخت سود سهام است. رفتار خوب با سهامداران برای شرکتهایی که حقوق سهامداران در آن ضعیف است، باعث اعتبار شرکت می شود. 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 کمتری می شود. (میتون ۲۰۰۴)

### پیشینه پژوهش

فارینها (۲۰۰۳) به این نتیجه دست یافت که مالکیت نهادی به صورت منفی با خط مشی پرداخت سود در ارتباط است. بلدن و همکاران (۲۰۰۵) نیز به بررسی تاثیر اعضای غیر موظف هیات مدیره بر سود پرداختی و کاهش هزینه های نمایندگی پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آنها بیانگر این بود که با افزایش تعداد اعضای غیر موظف در ترکیب هیات مدیره، میزان پرداخت سود نقدی افزایش می یابد. نتایج حاصل از پژوهش کومار (۲۰۰۶) بیانگر آن بود که مالکیت نهادی دارای رابطه معنی دار و منفی با نسبت پرداخت سود است. یافته های پژوهش عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) نیز بیانگر این بود که بین مالکیت نهادی و پرداخت سود نقدی رابطه معنی داری وجود دارد. با این وجود، بین ترکیب هیات مدیره و پرداخت سود نقدی رابطه ی معناداری مشاهده نشد. النجار و همکاران (۲۰۰۹) نیز به بررسی رابطه بین نسبت سود پرداختی و درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان دهنده این بود که درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره دارای رابطه معنی دار و منفی با نسبت پرداخت سود است. یافته های پژوهش جیراپورن و همکاران (۲۰۱۱) نیز بیانگر این بود که با افزایش در کیفیت سازوکارهای نظام راهبری شرکتی تمایل طبیعی شرکتها به افزایش سود پرداختی بیشتر می شود.

فروغی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی میزان ونحوه تاثیر گذاری سهامداران نهادی (نوع ساختار مالکیت) و نیز سهام مدیریتی (میزان مشارکت سهامداران در مدیریت شرکت) بر خط مشی تقسیم سود پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آنها بیانگر این بود که میزان سهام مدیریتی شرکت دارای تاثیر معنی دار و مثبت بر خط مشی پرداخت سود است. 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 تاثیر مثبت بر نسبت پرداخت سود

شرکت است. یافته‌های پژوهش ستایش و همکاران (۱۳۸۹) نیز بیانگر این بود که مالکیت شرکتی و استقلال هیات مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور منفی، نسبت سود پرداختی شرکت‌های مورد بررسی را تحت تاثیر قرار می‌دهد. با این وجود، در پژوهش آنها شواهدی دال بر وجود رابطه معنی دار بین مالکیت مدیریتی و میزان تمرکز مالکیت با خط مشی پرداخت سود یافت نشد.

احمدپور و دیگران (۱۳۸۸)، تاثیر مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان ابزارهای نظارتی حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود را بررسی کردند. آنها به دنبال این بودند که آیا این ابزارها می‌تواند رفتار طلبانه مدیریت سود را محدود نماید یا خیر؟ نتایج بررسی آنها نشان داد، وقتی انگیزه برای دستکاری سود بالاست مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی عمده، نقش ضعیفی در کاهش ناهنجاری ارقام تعهدی غیر عادی دارند.

خواجه‌جوی و همکاران (۱۳۹۰) نیز به بررسی سازوکارهای نظارتی داخلی و خارجی بر خط مشی پرداخت سود پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آنها حاکی از آن بود که بین درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه منفی و غیر معنی دار و بین درصد مالکیت نهادی و نسبت پرداخت سود نقدی رابطه مثبت و غیر معنادار وجود دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به هدف تحقیق مزبور بررسی می‌کنیم که آیا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر پرداخت سود سهام تاثیر دارد یا خیر؟ به عبارت دیگر آیا متغیرهای مستقل توانایی توضیح و تبیین متغیر وابسته را دارند یا خیر. این هدف را با انجام فرضیات زیر عملی می‌کنیم.

#### الف: فرضیه اصلی

بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و خط مشی پرداخت سود سهام رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد.

#### ب: فرضیه‌های جزئی

۱. بین درصد مالکیت سهام مدیران شرکت‌ها و میزان پرداخت سود سهام به سهامداران در شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد.
۲. بین مالکیت نهادی و میزان پرداخت سود سهام به سهامداران رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد.
۳. بین درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و میزان پرداخت سود سهام به سهامداران رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد.
۴. بین حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیات مدیره و میزان پرداخت سود سهام به سهامداران رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد.

### متغیرهای پژوهش

#### ۱. متغیر مستقل

در این پژوهش چهار متغیر مستقل در نظر گرفته می‌شود. درصد مالکیت سهام مدیران موظف در شرکت و مالکیت نهادی به عنوان اجزای ساختار مالکیت و درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیات مدیره به عنوان اجزای ساختار هیات مدیره در نظر گرفته شده است.

#### درصد مالکیت سهام مدیران:

عبارت است از درصد مالکیت اعضای موظف هیات مدیره که از شرکت حقوق ثابت دریافت میکنند و اعضای خانواده آنها در سهام شرکت. مسئولیت‌هایی که اعضای موظف هیات مدیره بر عهده دارند، اغلب یا مدیر عامل هستند یا ارتباط نزدیکی با مدیر عامل دارند.

#### مالکیت نهادی:

برابر است با سهام در دست سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر شرکت‌های دولتی (بوشی، ۱۹۹۸: ۳۰۶).

#### درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره:

اعضای غیر موظف هیأت‌مدیره به اشخاصی اطلاق می‌شود که عضو پاره وقت هیأت‌مدیره هستند و از شرکت حقوق ثابت دریافت نمی‌کنند (قائمی و شهریاری، ۱۳۸۸: ۱۲۰). در پژوهش حاضر از نسبت اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره به کل تعداد اعضای هیأت‌مدیره استفاده می‌شود. حضور یکی از اعضای غیر موظف 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 اینصورت، عدد "صفر" را اختیار می‌کند.

### ۲- متغیر وابسته

با توجه به اینکه در این تحقیق می‌خواهیم تاثیر حاکمیت شرکتی را بر سیاستهای تقسیم سود تعیین کنیم بنابراین نسبت سود سهام نقدی به فروش به عنوان متغیر وابسته می‌باشد. سود سهام نقدی در این نسبت میزان سود سهام پرداختی به سهامداران است که در صورت کسری باشد و از قسمت جریانهای نقدی ناشی از بازده سرمایه‌گذاریها و سود سهام پرداختی صورت جریانهای نقدی بدست می‌آید منظور از فروش در این نسبت فروش خالص می‌باشد.

### ۳- متغیر کنترلی

متغیرهای کنترل تحقیق که ممکن است سیاستهای پرداخت سود سهام را تعیین کنند عبارتند از اهرم مالی، رشد فروش، اندازه شرکت که لگاریتم دارایی‌های شرکت است و تعداد سالهای پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران.

### روش پژوهش

تحقیقات علمی را می‌توان با توجه به شیوه جمع‌آوری داده‌ها، به دو دسته آزمایشی و توصیفی تقسیم نمود. تحقیق حاضر، تحقیقی توصیفی از نوع همبستگی است. این پژوهش کاربردی و طرح پژوهش آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) می‌باشد. داده‌های اولیه در قالب فایل‌هایی در نرم افزار Eviews استفاده شده است. و تحلیل آماری اطلاعات حاصله، از نرم افزار Eviews استفاده شده است.

### ۱- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش از کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (که در حال حاضر ۵۶۰ شرکت است) طی دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۰ تشکیل می‌شود.

برای انتخاب نمونه آماری از جامعه آماری باید شرکتهای نمونه شرایط زیر را دارا باشند:

- ۱- تا پایان اسفندماه ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ۲- سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- ۳- شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد.
- ۴- شرکتهای نباید سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشند.
- ۵- شرکتهای نباید در طی دوره‌های مورد نظر توقف فعالیت داشته باشند.
- ۶- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۰ به طور کامل ارائه کرده باشند.
- ۷- جزو شرکتهای سرمایه‌گذاری نباشند.
- ۸- شرکتهای باید سودده باشند.

با لحاظ کردن این شرایط، نمونه آماری به تعداد ۷۱ شرکت انتخاب گردید.

### ۲- روش گردآوری داده‌ها و اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز این پژوهش با استفاده از روش کتابخانه‌ای و از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکتهای نمونه با مراجعه به صورتهای مالی و یادداشتهای توضیحی، گزارشهای هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام می‌شود. به منظور دستیابی و بررسی صورتهای مالی شرکتهای مورد بررسی از نرم‌افزارهای تدبیر پرداز و صحرا استفاده شده است.

### تجزیه و تحلیل یافته‌ها و نتایج

### ۱. آمار استنباطی

برای روش تخمین مناسب، ابتدا آزمون قابلیت ادغام جهت انتخاب یکی از روشهای داده های پانلی یا داده های ادغام شده، انجام شده است که نتایج آن بیانگر مرجح بودن داده های پانلی می باشد. در نهایت آزمون هاسمن برای انتخاب یکی از مدل های اثرات ثابت یا اثرات تصادفی انجام شده است که نتایج آن برای کلیه مدل های پژوهش بیانگر استفاده از روش اثرات ثابت است. نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین - واتسون، بیانگر نبود خودهمبستگی بین خطاهای کلیه مدل ها است. فرضیه اول: بین درصد مالکیت سهام مدیران و سیاست های تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

جدول (۱) نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی مدل - فرضیه اول

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
درصد مالکیت سهام مدیران	۰/۱۳۵	۰/۱۷۱	۰/۷۸۸	۰/۴۳۱
اندازه شرکت	۰/۰۴۴	۰/۰۵۳	۰/۸۲۳	۰/۴۱۱
عمر شرکت	-۰/۰۱۱	۰/۰۰۴	-۳/۱۸۱	۰/۰۰۲
رشد فروش	-۰/۰۶۱	۰/۰۱۵	-۴/۰۳۸	۰/۰۰۰
نسبت بدهی های غیرجاری به کل دارایی ها	۰/۰۴۲	۰/۰۸۹	۰/۴۷۵	۰/۶۳۵
مقدار ثابت	۰/۲۲۵	۰/۲۵۷	۰/۸۷۷	۰/۳۸۱

همان طور که ملاحظه می شود، ضریب متغیر مستقل بیانگر این است که بین درصد مالکیت سهام مدیران و نسبت سود نقدی پرداختی به فروش رابطه مثبت وجود دارد. لیکن، با توجه به اینکه مقدار سطح معناداری در بررسی رابطه بین درصد مالکیت مدیران و نسبت سود نقدی پرداختی ( $P.value=0.431 > 0.05$ ) میباشد لذا این رابطه بی معنی است. این نتیجه به صورت بالقوه موید فرضیه نتیجه است. بنابراین، فرضیه اول پژوهش پذیرفته نمی شود. همچنین، بررسی سطح معناداری آماره t و ضرایب مربوط به متغیرهای کنترلی نیز بیانگر این است که عمر شرکت و رشد فروش دارای رابطه معنادار و منفی با نسبت سود نقدی پرداختی به فروش است. با این وجود، اندازه شرکت و نسبت بدهی های غیرجاری به کل دارایی ها تأثیر معناداری بر نسبت سود نقدی پرداختی به فروش ندارد. فرضیه دوم: بین درصد مالکیت نهادی و سیاست های تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

جدول (۲) نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی مدل - فرضیه دوم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
درصد مالکیت نهادی	۰/۱۱۰	۰/۰۶۴	۱/۷۱۴	۰/۰۸۸
اندازه شرکت	۰/۰۳۲	۰/۰۵۳	۰/۶۰۵	۰/۵۴۶
عمر شرکت	-۰/۰۱۱	۰/۰۰۳	-۳/۱۷۰	۰/۰۰۲
رشد فروش	-۰/۰۶۱	۰/۰۱۵	-۴/۰۸۵	۰/۰۰۰
نسبت بدهی های غیرجاری به کل دارایی ها	۰/۰۲۳	۰/۰۸۸	۰/۲۶۵	۰/۷۹۱
مقدار ثابت	۰/۲۵۹	۰/۲۵۳	۱/۰۲۴	۰/۳۰۷

همان طور که ملاحظه می شود، ضریب متغیر مستقل بیانگر این است که بین درصد مالکیت نهادی و نسبت سود نقدی پرداختی به فروش رابطه مثبت وجود دارد. لیکن، مقدار سطح معناداری در بررسی رابطه بین درصد مالکیت نهادی و نسبت سود نقدی پرداختی ( $p.value=0.088 > 0.05$ ) میباشد لذا این رابطه نیز بی معنی است. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش پذیرفته نمی شود و به صورت بالقوه موید فرضیه نتیجه است. همچنین، بررسی سطح معناداری آماره t و ضرایب مربوط به متغیرهای کنترلی نیز بیانگر این است که عمر شرکت و رشد فروش دارای رابطه معنادار و منفی با نسبت سود نقدی پرداختی به فروش است. با این وجود، اندازه شرکت و نسبت بدهی های غیرجاری به کل دارایی ها تأثیر معناداری بر نسبت سود نقدی پرداختی به فروش ندارد.

فرضیه سوم: بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و سیاست های تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

جدول (۳) نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی مدل - فرضیه سوم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره	-۰/۰۱۴	۰/۰۳۳	-۰/۴۲۵	۰/۶۷۲

۰/۴۵۶	۰/۷۴۴	۰/۰۵۳	۰/۰۳۹	اندازه شرکت
۰/۰۰۲	-۳/۱۱۹	۰/۰۰۳	-۰/۰۱۱	عمر شرکت
۰/۰۰۰	-۴/۰۷۱	۰/۰۱۵	-۰/۰۶۱	رشد فروش
۰/۶۵۱	۰/۴۵۳	۰/۰۸۹	۰/۰۴۰	نسبت بدهی‌های غیر جاری به کل دارایی‌ها
۰/۳۰۴	۱/۰۳۰	۰/۲۵۵	۰/۲۶۳	مقدار ثابت

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر مستقل بیانگر این است که بین درصد اعضای غیر موظف هیأت‌مدیره و نسبت سود نقدی پرداختی به فروش رابطه منفی وجود دارد. مقدار سطح معناداری در این رابطه ( $p.value=0.672 > 0.05$ ) بیانگر این است که این رابطه نیز بی معنی است. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش پذیرفته نمی‌شود. این نتیجه موبد فرضیه جانشینی است. همچنین، بررسی سطح معناداری آماره  $t$  و ضرایب مربوط به متغیرهای کنترلی نیز بیانگر این است که عمر شرکت و رشد فروش دارای رابطه معنادار و منفی با نسبت سود نقدی پرداختی به فروش است. با این وجود، اندازه شرکت و نسبت بدهی‌های غیر جاری به کل دارایی‌ها تأثیر معناداری بر نسبت سود نقدی پرداختی به فروش ندارد. فرضیه چهارم: بین حضور یکی از اعضای غیر موظف در ریاست هیأت‌مدیره و سیاست‌های تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره $t$	معناداری
حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیأت‌مدیره	-۰/۰۱۷	۰/۰۱۴	-۱/۱۷۸	۰/۲۴۰
اندازه شرکت	۰/۰۴۱	۰/۰۵۳	۰/۷۷۶	۰/۴۳۹
عمر شرکت	-۰/۰۱۱	۰/۰۰۴	-۳/۱۸۹	۰/۰۰۲
رشد فروش	-۰/۰۶۰	۰/۰۱۵	-۳/۹۹۹	۰/۰۰۰
نسبت بدهی‌های غیر جاری به کل دارایی‌ها	۰/۰۳۶	۰/۰۸۸	۰/۴۰۳	۰/۶۸۷
مقدار ثابت	۰/۲۶۲	۰/۲۵۴	۱/۰۳۲	۰/۳۰۳

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر مستقل بیانگر این است که بین حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیأت‌مدیره و نسبت سود نقدی پرداختی به فروش رابطه منفی وجود دارد. سطح معناداری ( $p.value=0.240 > 0.05$ ) بیانگر این است که رابطه مذکور بی معنی می‌باشد. و به صورت بالقوه موبد فرضیه جانشینی است. بنابراین، فرضیه چهارم پژوهش نیز پذیرفته نمی‌شود. همچنین، بررسی سطح معناداری آماره  $t$  و ضرایب مربوط به متغیرهای کنترلی نیز بیانگر این است که عمر شرکت و رشد فروش دارای رابطه معنادار و منفی با نسبت سود نقدی پرداختی به فروش است. با این وجود، اندازه شرکت و نسبت بدهی‌های غیر جاری به کل دارایی‌ها تأثیر معناداری بر نسبت سود نقدی پرداختی به فروش ندارد.

### بحث و نتیجه گیری

توجه به نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری، اطلاعات جمع آوری شده، نشان دهند این است که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی 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 انگیزه-ها و استراتژیهای متفاوت مدیران در این شرکتهای برای سرمایه گذاری و راهبری تلاشهای شرکت است که احتمالاً باعث می‌شود که نقش هیات مدیره در تعیین خط مشی‌های مدیریتی، ارائه نظرات فنی و تخصصی (مشاوره) و نظارت بر عملکرد مدیران اجرایی بسیار کم‌رنگ شود. در تایید این ادعا، می‌توان به پژوهش احمدپور و همکاران (۱۳۸۸) و خواجه‌وی و منفرد (۱۳۹۰) نیز اشاره نمود که شواهدی را مبنی بر تأثیر ترکیب هیات مدیره و مالکیت مدیریتی و ساز و کارهای داخلی و خارجی نظام راهبری شرکتی بر راهبری تلاشهای شرکت و تعیین خط مشی‌های مدیریتی نیافتند.

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 سوءاستفاده احتمالی از منابع توسط مدیریت کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، باتوجه به اینکه سود انباشته یک منبع تامین مالی داخلی است، پرداخت سود نقدی، شرکتهای را ملزم به تامین مالی از بازارهای سرمایه بیرونی می‌کند که این امر نظارت بازار سرمایه بر شرکت را به دنبال خواهد داشت.

۲- عضویت همزمان اعضای غیرموظف در هیات مدیره چندشرکت، ممکن است باعث کاهش اثربخشی آنها شود. مورک و همکاران (۱۹۸۸) بیان می کنند، نظارت بر مدیریت ارشد نیازمند تلاش فراوان و اختصاص زمان کافی است. هر چه تعداد شرکتهایی که یک مدیر عضو هیات مدیره آن است بیشتر باشد، مدت زمانی که وی می تواند برای نظارت به هر شرکت اختصاص دهد، کاهش می یابد. سطح تجربه و تحصیلات و مدت زمان مدیریت افراد متفاوت است. تجربه، تخصص، دانش و پیشینه کاری مدیران اجرایی شرکت و آشنایی بیشتر آنها با امور داخلی شرکت می تواند استقلال کمتر اعضا را جبران کند. مدیران غیرموظف ممکن است، دانش و تخصص مورد نیاز به خصوص دانش مالی را نداشته باشند و همین امر ممکن است آنها را در جلوگیری از مواردی؛ مثل بی نظمی ها، اشتباه ها و تقلب، ناکارآمد سازد.

به نظر می رسد، حضور اعضای غیرموظف در هیات مدیره به تنهایی کافی نبوده و ممکن است توجه به سایر ویژگیهای اعضای هیات مدیره، اعم از تجربه اعضای، سطح تحصیلات، آشنایی کافی با فرایندهای عملیات شرکت، مناسب تر باشد.

### فهرست منابع

- 1) 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.
- 2) Adaoglu Cahit. Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange \_ISE/corporations: evidence from an emerging market.Emerging Market Review 2000;1:252-270.
- 3) Ahmadpoor,A . Malekian,E.and H.Kordtabar(1388)."Effect of Outside Directorships and Institutional Investors in Profit Management Behaviour"Journal of Accounting and Audit Research.N:3,pp.68-89.
- 4) Al-Najjar,B. And Husseainy, K.(2009)"The Association Between Dividend Payout And Outside Directorships."Journal Of Applied Accounting Research,Vol.10,Vol.1,P.4-19.
- 5) Belden, S., Fister,T. And Knapp, B.(2005)".Deividends And Directors:Do Outsiders Reduce Agency Costs?"Business And Society Review,Vol.110,No.2,Pp.80-171.
- 6) Berl,A.and Means,G.(1932).Modern Corporation and Private Property.NewYork:Macmillan
- 7) Blau Benjamin,Fuller Kathleen.Flexibility And Dividends .Journal Of Corporate Finance 2008;14:133-152
- 8) Farinha, J. (2003). "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: an Empirical Analysis." Journal of Business, Finance& Accounting, pp. 1173-1209.
- 9) Froghi, D.Saedi, A. and Mohsen Ajdar(1388)." Effect of Institutional Investors on Dividend Payout" Journal of Accounting and Audit Research,N:۲,pp ۱۱۴-۱۲۹.
- 10) Hassase Yeganeh,Y.(1384). Audit Philosophy, Third Edition,Scientific and Cultural Publishing Company.
- 11) Hassase Yeganeh,Y.(1385)."Corporate Governance in Iran".Audit Journal,N:32,pp.3-39.
- 12) Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." The American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- 13) 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.
- 14) Khajavi,Sh and Monfared,M.(1390)"Dividend Payout and Corporate Governance in Listed Firms in Tehran Stock Exchange "Journalof Stock Exchange,N:15,PP.145-160.
- 15) Kowalewski , Oskar . Ivan Stetsyuk and Oleksandr Talavera (2007).Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. Working paper Warsaw,School of Economics
- 16) Kumar, J. (2006). "Corporate Governance and Dividends Payout in India."Journal of Emerging Market Finance, Vol. 5, No. 1, pp. 16-58.
- 17) Mitton, T. (2004). "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets." Emerging Markets Review, Vol. 5, PP. 409-426.
- 18) Setayesh,MH.and Kazemnejad,M.(1389)"Effect of Ownership Structure and Board Composition on Dividend Payout in Listed Firms in Tehran Stock Exchange"Accounting Scientific ,N:1 ,pp 29-51.
- 19) Sadeghi Shareef, J. and H.Bahadori (1388)." Effect of Ownership Structure on Dividend Payout in Listed Firms in Tehran Stock Exchange" Journal of Finance Research ,N:27Spring and Summer,pp 61-80.