

ارزیابی تأثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها

دکتر یحیی حساس یگانه*
عسگر پاک مرام**

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۰۴/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۰۶/۱۴

چکیده

در این مقاله با در نظر گرفتن تئوری نمایندگی، تأثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. اینگونه استدلال می‌شود که پرداخت‌های سود سهام از طریق کاهش مبلغ جریان نقدی آزاد، تضاد نمایندگی را کاهش می‌دهد. بنابراین، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود را می‌توان به عنوان ابزاری برای حل مسأله نمایندگی بر شمرده که مطالعه حاضر نیز موید آن است.

هشتاد و یک شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۸۵-۸۹ به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. همچنین، ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی، هرکدام از طریق شاخص‌های قابل اندازه‌گیری از قبیل مرجع حسابرسی، اصلی یا فرعی بودن شرکت مورد بررسی، بازرسی قانونی شرکت و امتیاز شفافیت اطلاعات محاسبه گردید. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد مرجع حسابرسی (کیفیت حسابرسی) شرکت به عنوان بعد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی، تأثیر معنی‌دار و مثبتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارند. بعلاوه، تأثیر معنی‌دار متغیرهای کنترلی سود سهام نقدی سال قبل، سود سهامی، فرصت سرمایه‌گذاری، جریان نقدی آزاد، سودآوری، اهرم و اندازه شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأیید شد.

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

فرضیه نتیجه

yahya_yeganeh@yahoo.com

* استادیار دانشگاه علامه طباطبائی، نویسنده اصلی.

** دانش‌آموخته دکترای حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، مسئول مکاتبات.

pakmaram@gmail.com

۱- مقدمه

از مسایل مهمی که در سال های اخیر در پی رسوایی های گسترده مالی در سطح شرکت های 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 آن 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 تاکنون به طور کامل به این موضوع پاسخ داده نشده، که چرا شرکت ها سودشان را توزیع می کنند یا اینکه چرا، سرمایه گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. این مسئله به عنوان "معمای تقسیم سود" در امور مالی شناخته شده است. 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.

یافته های موجود در ارتباط با ماهیت ارتباط بین حاکمیت شرکتی و سیاست سود سهام شرکت ها بی نتیجه و غیر قطعی است. از یک طرف، برخی از مطالعات نشان می دهد که سود سهام امکان کاهش هزینه های نمایندگی جریان های نقدی آزاد را فراهم می آورد، و از این رو از سرمایه گذاران در مقابل سلب مالکیت مدیران محافظت می نماید. این امر وجود ارتباط مثبت بین کیفیت حاکمیت شرکتی و خط مشی سود سهام را القا می نماید (فرضیه نتیجه). از سوی دیگر، وقتی که شرکت ها دارای حاکمیت خوبی هستند، در سایر مطالعات برای سود سهام در محافظت از سرمایه گذاران نقش جایگزینی پیشنهاد شده است. در این شرایط، در شرکت های دارای کیفیت بالای حاکمیت بایستی پرداخت های سود سهام پایین تر باشد. با این حال، نقش سود سهام زمانی مهم تر و تعیین کننده تر می شود که حاکمیت شرکتی ضعیف است، که این به نوبه خود بر وجود ارتباط منفی بین سود سهام و حاکمیت شرکتی دلالت دارد (فرضیه جانشین).

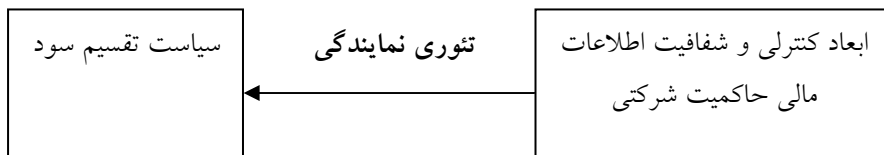
در ایران نیز در مطالعات مختلفی تأثیر ابعاد و شاخص هایی چون ویژگی های هیئت مدیره، ساختار مالکیت، مالکیت نهادی و... بر سیاست تقسیم سود بررسی شده است. از نقاط قوت و متمایز کننده پژوهش حاضر در مقایسه با پژوهش های قبلی در این است که با دیدی متفاوت و اضافه نمودن شاخص های دیگری چون مرجع حسابرسی شرکت، اصلی یا فرعی بودن شرکت مورد بررسی، بازرس قانونی شرکت و امتیاز شفافیت اطلاعات مالی، و استفاده همزمان از دو مدل، تأثیر شاخص های ذکر شده بر سیاست تقسیم سود را مورد بررسی قرار داده و بر حل معمای دیرینه سود سهام کمک می کند.

از طرف دیگر، لازم به ذکر است که حاکمیت شرکتی از دید جهانی روشی برای حمایت از حقوق سرمایه گذاران است و بر جذب سرمایه های خارجی و درجهی ریسک کشور تأثیر خواهد گذاشت. با اجرای قانون اصل ۴۴ و واگذاری شرکت های دولتی و ایجاد شرکت های سهامی عام جدید، بازار سرمایه گسترش خواهد یافت و خانوارهای بیشتری پس اندازهای خود را وارد بورس خواهند کرد. این روش سرمایه گذاری اگرچه انطباق بهتری با احکام اسلامی دارد و موجب نظارت عموم بر فعالیت های اقتصادی و بهبود شفافیت اقتصاد خواهد شد ولی موفقیت آن در گرو استقرار حاکمیت مناسب در شرکت ها است. لذا هر چه در جهت بررسی فواید حاکمیت شرکتی کوشش شود، با توجه به اهمیتی که در افزایش کارایی بازار سرمایه دارد، باز هم اندک می باشد. از این رو، با توجه به مطالب پیش گفته مشخص می گردد که ابعاد حاکمیت شرکتی تأثیر مستقیمی بر رفتار سرمایه گذاران دارد و انجام چنین پژوهش هایی هم در تعیین سرنوشت شرکت ها مؤثر است و هم به نفع اقتصاد کشور خواهد بود.

مساله اصلی پژوهش حاضر ارزیابی و تبیین چگونگی تأثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست سود سهام شرکت ها، و با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی مربوط می باشد.

بر مبنای تئوری های موجود، چارچوب مفهومی پژوهش حاضر را می توان به

صورت شکل ۱ ارائه داد.



شکل ۱- چارچوب مفهومی پژوهش

در ادامه خلاصه ای از ادبیات موضوع و فرضیه های مطرح شده و پس از تشریح متغیرهای مورد استفاده در پژوهش، مدل پژوهش ارائه می گردد. در قسمت های بعد روش پژوهش، جامعه و نمونه آماری و یافته های پژوهش مورد بحث قرار گرفته و پیشنهاد های پژوهش ارائه می شود.

۲- مبانی نظری و فرضیه های پژوهش

در حالت کلی پنج گرایش عمده در تحقیقات حسابداری مورد استفاده قرار می گیرد. رویکرد مدل تصمیم گیری^۱، تحقیقات بازار سرمایه، تحقیقات رفتاری^۲، تئوری نمایندگی^۳ و سایر تحقیقات (انتقادی^۴ و هزینه تهیه اطلاعات^۵) از عمده ترین مبانی مورد استفاده در تحقیقات حسابداری هستند (شباهنگ، ۱۳۸۱). چند دیدگاه نظری عمده و متفاوت برای تبیین حاکمیت شرکتی مطرح شده است. هریک از آنها با واژه های متفاوت و از جنبه های گوناگون که ناشی از زمینه علمی خاص هر گروه است به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته اند. نظریه نمایندگی ناشی از زمینه مالی و

1. Decision Model Approach
2. Behavioral Research
3. Agency Theory
4. Critical Perspective Research
5. Information Economics

اقتصادی، نظریه‌ی هزینه معاملات^۱ ناشی از اقتصاد و تئوری سازمانی و نظریه‌ی ذی نفعان^۲ ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد حاکمیت شرکتی، می‌باشد (حساس یگانه، ۱۳۸۴: ۱۰۴).

سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۳ ابعاد شش گانه زیر را برای سیستم حاکمیت شرکتی با هدف افزایش توان و انسجام قوانین در کشورها و به حداقل رساندن تعارض‌های موجود در قوانین کشورهای مختلف، ارائه نموده است که مبنای بسیاری از بررسی‌ها و پژوهش‌ها را شکل داده و مورد استفاده گسترده کشورها و سازمان‌های مختلف ملی و بین‌المللی قرار گرفته است. ابعاد اصلی قابل بررسی برای سنجش وضعیت حاکمیت شرکتی، عبارتند از:

۱. کسب اطمینان نسبت به چارچوب حاکمیت شرکتی اثربخش؛
۲. حقوق سهامداران و وظایف اصلی مالکیت؛
۳. رفتار عادلانه نسبت به سهامداران؛
۴. نقش ذی نفعان در حاکمیت شرکتی؛
۵. شفافیت مالی و افشای اطلاعات؛
۶. ترکیب هیئت مدیره.

هر یک از ابعاد ذکر شده در بالا می‌تواند بر کلیت چارچوب حاکمیت شرکتی اثر داشته باشد و آن را تقویت و یا تضعیف کند (قائمی و شهریاری، ۱۳۸۸: ۱۱۵-۱۱۴). فاما و جنسن (۱۹۸۳)^۴ معتقدند که در اغلب آثار حسابداری و مدیریت مالی، حاکمیت شرکتی به عنوان «طیفی از ساز و کارهای کترلی که از منافع سهامداران واحد تجاری حفاظت کرده و منجر به افزایش ثروت آنها می‌گردد» تعریف می‌شود. براون و کایلر^۵ (۲۰۰۶) متوجه شدند که شرکت‌های دارای کیفیت حاکمیت بهتر که

1. Transaction Cost Theory

2. Stakeholder Theory

3. Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD)

4. Fama and Jensen

5. Brown and Caylor

بواسطه امتیاز (نمره) راهبری مورد اندازه گیری قرار می گیرند، بسیار سودآور و با ارزش هستند. نتایج آنها حاکی از این است که شرکت های دارای کیفیت حاکمیت بهتر، متحمل هزینه های نمایندگی کمتری شده و از این رو، عملکرد بهتر و ارزش بالاتری را برای شرکت ارائه می دهند.

با الهام از استدلال های تئوری نمایندگی، پژوهش های اخیر ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و سیاست پرداخت سود را مورد بررسی قرار داده اند. این مطالعات آزمون دو فرضیه متضاد را پیشنهاد می کنند. ابتدا، با توجه به مدل حاصل از سود سهام (لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۰) کیفیت حاکمیت شرکتی باید با پرداخت های سود سهام ارتباط مثبتی داشته باشد؛ چون شرکت های دارای حاکمیت بهتر در حفظ حقوق سهامداران خود قوی تر عمل می کنند. با توجه به این قدرت سهامداران به مدیران فشار خواهند آورد تا بجای استفاده از وجه نقد اضافی برای منافع شخصی خود، سود سهام بیشتری پرداخت نمایند (ژراپورن و نینگ، ۲۰۰۶: ۲). در مقابل، فرضیه جانشین^۱ سود سهام قید می کند که کیفیت حاکمیت باید جایگزینی برای پرداخت های سود سهام باشد، به نحوی که شرکت های دارای حاکمیت بهتر، در نتیجه جدایی مالکیت و کنترل با هزینه های نمایندگی پایین تری مواجه هستند. بنابراین، احتمال کمتری وجود دارد که شرکت های مزبور پرداخت سود سهام را بعنوان ابزاری جهت کاهش تضاد نمایندگی که مدیران را در مقابل سهامداران قرار می دهد، مورد استفاده قرار دهند (جان و کنیازاوا، ۲۰۰۶: ۴۷-۳۱).

چندین مطالعه به این نتیجه رسیده اند که محیط قانونی و سازمانی بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت ها تأثیر دارد. به عنوان مثال، لاپورتا و همکاران (۲۰۰۰) گزارش می دهند که شرکت های کشورهای دارای حقوق عرفی در مقایسه با شرکت های کشورهای دارای حقوق مدنی که در آن سهامداران اقلیت بدلیل مصونیت قانونی ضعیف تر ضرر می بینند، سود سهام بیشتری پرداخت می کنند. بنابراین،

پرداخت های سود سهام می تواند بعنوان وسیله ای برای محافظت سهامداران در مقابل سلب مالکیت مدیران و سهامداران بزرگ، بکار رود.

لیو^۱ (۲۰۰۲) در پژوهشی از ۲۲ بازار نو ظهور نشان داد که هرچه عوامل حاکمیت شرکتی خارجی شامل الزامات افشا اطلاعات، قوانین تجاری کشور و مقررات بازار سهام بهبود یابد، نقش سود سهام در کنترل هزینه نمایندگی کاهش می یابد. او در پژوهش خود رابطه جایگزینی را اثبات نمود. کوکی و گایزانی^۲ (۲۰۰۹) یک ارتباط منفی را بین نسبت پرداخت سود سهام و مالکیت نهادی یافتند.

قابل توجه است که مطالعات فوق صرفاً یک جنبه از حاکمیت را مورد لحاظ قرار داده اند. مطالعات بعدی برای اصلاح چنین نقصی با تکیه بر مجموع امتیاز حاکمیت که معمولاً چندین جنبه از حاکمیت را پوشش می دهند، یک تحلیل بسیار جامعی از کیفیت حاکمیت را فراهم می آورند. بعنوان مثال، میتون (۲۰۰۴) نشان می دهد بین امتیاز حاکمیت (که توسط CLSA^۳ ایجاد شده است) و پرداخت های سود سهام در نمونه ای از شرکت های کشورهای نوظهور، رابطه مثبتی وجود دارد. با استفاده از امتیاز حاکمیت مبتنی بر استانداردهای حمایتی خدمات سهامدار نهادی^۴ (ISS)، براون و کایلر (۲۰۰۴) نتایج مشابهی را در ایالات متحده آمریکا گزارش نمودند.

اگرچه این یافته ها از فرضیه نقش خروجی^۵ (نتیجه) سود سهام پشتیبانی می کنند اما هر کس می تواند بر این اعتقاد باشد که رویه های حاکمیت سالم و دقیق، جهت محافظت سرمایه گذاران در برابر سلب مالکیت کافی است، در نتیجه نیاز به پرداخت های سود سهام کاهش می یابد. بنابراین، ساز و کارهای حاکمیت می توانند جایگزینی برای پرداخت های سود سهام باشند، و شرکت هایی که سطح پرداخت سود سهام را مبتنی بر کیفیت سلامت و دقت رویه های حاکمیت شرکتی تعیین می کنند عبارتند از: حاکمیت

1. Liu

2. Kouki and Guizani

3. Credit Lyonnais Securities Asia.

4. Institutional Shareholder Services (ISS).

5. The Outcome Hypothesis

قوی (ضعیف) منجر به پرداخت کم (زیاد) سود سهام می شود.

استدلال فوق توسط جان و کنیازاوا (۲۰۰۶) پشتیبانی می شود که نشان دادند سطح پرداخت سود سهام در شرکت های دارای حاکمیت خوب کاهش می یابد چراکه در اینگونه شرکت ها تضاد نمایندگی کمتری دیده می شود. همچنین آنها متوجه شدند شرکت هایی که با هزینه های نمایندگی بیشتری مواجه هستند، حاکمیت شرکتی نسبت به سود سهام نقش بسیار مهم تر و تعیین کننده تری ایفا می کند. این نتایج به اتفاق هم دیگر وجود ارتباط منفی بین پرداخت های سود سهام و برخی از ابعاد (درون سازمانی و برون سازمانی) حاکمیت شرکتی را نشان می دهند. ژراپورن و نینگ (۲۰۰۶) نیز وجود ارتباط منفی بین قدرت حقوق سهامداران و سیاست سود سهام در ایالات متحده را تایید کردند. نتایج آن ها تأییدی بر فرضیه جایگزینی است.

عبدالسلام و همکاران^۱ (۲۰۰۸) در تحقیقی تحت عنوان ارتباط ساختار مالکیت با سیاست های سود سهام در یک بازار نوظهور، نشان دادند که بین مالکیت نهادی و تصمیمات سود سهام و نسبت پرداخت سود سهام، ارتباط مستقیمی وجود دارد.

ژراپورن، کیم و کیم (۲۰۰۸) در پژوهش دیگری اثر هر طبقه از شاخص حاکمیت را به طور جداگانه مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوس بین دو متغیر برقرار است، در حالیکه با استفاده از یک شاخص جامع، آنها فرضیه نتیجه را اثبات کردند. شاخصی که آن ها برای اندازه گیری حاکمیت به کار بردند؛ شامل هشت طبقه هیئت مدیره، کیفیت حسابرسی، اساسنامه، کیفیت مدیران، پاداش مدیران اجرایی، مالکیت، کیفیت مشارکت است. این مسئله نشان می دهد؛ معیارهای مورد استفاده در شاخص حاکمیت بسیار مهم است. ژراپورن در مقاله دوم علت این نتیجه را استفاده از یک شاخص جامع حاکمیت قلمداد می کند.

ویبرگ^۲ (۲۰۰۸) نیز در پژوهشی به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی با سیاست سود سهام در ۱۸۹ شرکت سوئدی پرداخت. یافته ها نشان داد که بین مالکیت نهادی و

1. Abdelsalam and et. al

2. Wiberg

سود سهام پرداختی، رابطه ی مثبت وجود دارد.

چی، کیم و لی^۱ (۲۰۰۹) نشان دادند؛ شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی مؤثرتر با محدودیت‌های تأمین مالی خارجی بالاتر، سود سهام کمتری می‌پردازند، در حالی که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر با محدودیت‌های تأمین مالی خارجی کمتر، سود سهام بیشتری می‌پردازند.

بنجامین هیکویا^۲ (۲۰۰۹) در پژوهشی تحت عنوان ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها در نیجریه، نشان دادند، بین تمرکز مالکیت و عملکرد رابطه مثبت وجود دارد.

اجاوود و بن عمار^۳ (۲۰۱۰) در پژوهشی تحت عنوان حاکمیت شرکتی و سیاست سود سهام: حمایت سهامداران یا سلب مالکیت، به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و سیاست سود سهام در کانادا پرداختند. براساس پیش‌بینی‌های تئوری نمایندگی، اثر دو فرضیه متضاد پیرامون حاکمیت شرکتی بر پرداخت سود سهام را در نظر گرفتند: فرضیه‌های نتیجه و جانشینی. از طریق شاخص سالیانه حاکمیت شرکتی گلوب و میل و چهار زیر شاخه امتیازات (ترکیب هیئت مدیره، موضوعات سهام و پاداش، موضوعات حقوق سهامدار و سیاست افشای حاکمیت شرکتی)، سودمندی ساز و کارهای سطح شرکت مورد ارزیابی قرار گرفته شد. نتایج نشان داد که شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی‌تر پرداخت سود سهام بالاتری دارند. در میان چهار جزء شاخص حاکمیت شرکتی، ارتباط مثبت سیاست ترکیب هیئت مدیره و حقوق سهامدار را با نسبت‌های پرداخت سود سهام نشان دادند. همچنین، پژوهشگران ارتباط مثبتی بین اندازه شرکت، میزان جریان‌های نقدی آزاد و پرداخت‌های سود سهام پیدا کردند و نتایج کارشان با مدل نتیجه سیاست سود سهام سازگار است.

1. Chae Joon, Kim Sungmin. Lee Eunjung

2. Benjamin I. Ehikioya

3. Adjaoud and Ben-Amar

اوکانل و کرامر^۱ (۲۰۱۰) در مطالعه ای تحت عنوان بررسی رابطه بین عملکرد شرکت و خصوصیات هیئت مدیره در ایرلند، نشان دادند که حضور مدیران غیر موظف در هیئت مدیره با عملکرد شرکت‌ها در کشور ایرلند رابطه مثبتی دارد.

فروغی و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی تأثیر سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت‌ها بر سیاست تقسیم سود اتخاذ شده از سوی آنها پرداختند. به بیان دیگر، میزان و نحوه تأثیر گذاری سهامداران نهادی (نوع ساختار مالکیت) و نیز سهام مدیریتی شرکت‌ها (میزان مشارکت سهامداران در مدیریت شرکت) بر سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که میزان سهام مدیریتی شرکت بر سیاست های تقسیم سود تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد در حالی که سهامداران نهادی تأثیر گذاری معنی‌داری بر سیاست های تقسیم سود ندارند.

فخاری و یوسفعلی تبار (۱۳۸۹) در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی، تلاش نمودند تا ارتباط بین سود تقسیمی و حاکمیت شرکتی را بعنوان ابزاری برای حل مشکل هزینه نمایندگی بررسی نمایند. در این مطالعه، شاخص حاکمیت شرکتی، بر اساس چک لیستی که به هشت طبقه افشا، اخلاق تجاری، آموزش، رعایت الزامات قانونی، حسابرسی، مالکیت، ساختار هیئت مدیره، مدیریت دارایی‌ها و نقدینگی تقسیم شده بود، محاسبه شد. یافته‌های این پژوهش نشان داد، رابطه معکوس معناداری بین شاخص حاکمیت شرکتی و تقسیم سود وجود دارد. این یافته بیانگر این موضوع است که شرکت‌های بورس از تقسیم سود برای کسب شهرت و ایجاد اعتبار استفاده می‌کنند و با وجود ارتباط معنی‌دار حاکمیت شرکتی و تقسیم سود، تأثیر حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود اندک است.

همان گونه که از پژوهش‌ها و مطالعات فوق پیداست، در کشورهای دیگر و در

1. O'Connell and Cramer

ارزیابی تاثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی..... ۹۵

ایران در ارتباط با ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و تقسیم سود، پژوهش‌هایی انجام شده است با این تفاوت که، مطالعه حاضر به ابعاد و شاخص‌های خاص و تازه‌ای از حاکمیت شرکتی می‌پردازد که این ابعاد در ادامه مباحث ارائه شده است.

بنابراین، بر اساس ادبیات پژوهش و پیشینه مطالعه، فرضیه‌های پژوهش بصورت زیر ارائه می‌گردند:

فرضیه اول: بعد کنترلی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه دوم: بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.

۳- روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ ماهیت توصیفی - همبستگی، از نظر نحوه اجرا از نوع پژوهش توصیفی - پس‌رویدادی و از نظر نتیجه اجرا کاربردی می‌باشد. در این نوع پژوهش، پژوهشگر علل احتمالی متغیر وابسته را مورد مطالعه قرار می‌دهد. چون متغیر وابسته و مستقل هر دو در گذشته رخ داده‌اند، لذا این نوع پژوهش را پژوهش پس‌رویدادی می‌نامند.

۴- قلمرو پژوهش

دوره مورد مطالعه از سال ۱۳۸۵ تا سال ۱۳۸۹، به مدت ۵ سال می‌باشد. سال ۱۳۸۵ به این دلیل به عنوان شروع دوره پژوهش انتخاب شده است که، اطلاعات مربوط به امتیاز شفافیت اطلاعات شرکت‌ها از آن سال قابل دسترسی است.

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به منظور انجام این پژوهش، نمونه آماری از شرکت‌های پذیرفته شده

۹۶ پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره پانزدهم، پاییز ۱۳۹۱

در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردید. این نمونه شامل شرکت‌هایی است که مجموعه شرایط زیر را داشته باشند:

۱. شرکت‌ها تا ابتدای سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 ۲. در طی دوره پژوهش از فهرست شرکت‌های بورس حذف نشده باشد.
 ۳. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 ۴. طی سال‌های مالی یاد شده، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
 ۵. وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد.
 ۶. اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش در سالهای مورد بررسی موجود باشد.
 ۷. جزو بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشند زیرا، ماهیت افشاهای مالی و ساختارهای حاکمیت شرکتی در آنها متفاوت است.
- با اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران به عنوان نمونه انتخاب شده است.

۵- متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش شامل متغیر وابسته، مستقل و کنترلی است.

متغیر مستقل: ابعاد حاکمیت شرکتی می‌باشد. این متغیر با نماد CG نشان داده می‌شود. در این پژوهش دو بعد حاکمیت شرکتی و از طریق شاخص‌هایی مورد مطالعه قرار گرفته است که در زیر ارائه می‌گردند:

الف) بعد کنترلی حاکمیت شرکتی

۱- مرجع حسابرسی شرکت: این شاخص نشان دهنده آن است که صورت‌های مالی اساسی شرکت توسط کدام گروه از حساب‌برسان مورد حسابرسی قرار گرفته است. در صورتی که مرجع حسابرسی شرکت، سازمان حسابرسی (موسسه حسابرسی بزرگ)

ارزیابی تاثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی..... ۹۷

باشد به آن ارزش یک، و اگر توسط مؤسسات حسابرسی مورد رسیدگی قرار گرفته باشد ارزش صفر تعلق می گیرد. این متغیر با نماد (AUD) نشان داده شده است.

۲- اصلی یا فرعی بودن شرکت مورد بررسی: این متغیر نشان می دهد که آیا شرکت مورد بررسی تحت کنترل و وابسته به شرکت دیگری می باشد یا خیر. این متغیر با نماد (PAR) و با متغیرهای ۱ و ۰ نشان داده شده است. بدین صورت که اگر شرکت مورد بررسی، تحت کنترل و وابسته به شرکت دیگری باشد به آن ارزش ۱، و در غیر اینصورت ارزش صفر به آن تعلق می گیرد. در این پژوهش وابستگی گروهی و شرکتی بین شرکت های پذیرفته شده لحاظ می گردد.

۳- بازرس قانونی شرکت: این شاخص نشان دهنده آن است که بازرس قانونی شرکت همان حسابرس شرکت است یا مستقل از حسابرس شرکت. در صورتی که بازرس قانونی شرکت، مستقل از حسابرس شرکت باشد به آن ارزش یک، و اگر همان حسابرس شرکت باشد ارزش صفر تعلق می گیرد. این شاخص با نماد LI نشان داده می شود.

ب) بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی

برای سنجش این متغیر از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعاتی «کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب» منتشر می شود، استفاده شده است. مزایا و دلایل استفاده از این معیار سنجش کیفیت افشا به شرح زیر است:

۱) امتیازهای کیفیت افشای شرکت ها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و بر اساس شاخص های دقیق و عینی از قبیل زمان ارائه اطلاعات مربوط و تفاوت پیش بینی ها با نتایج واقعی محاسبه شده است. بنابراین، معیار مورد استفاده از عینیت و قابلیت اتکای کافی برخوردار است.

۲) بر خلاف پژوهش های انجام شده در زمینه کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار

۹۸ پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره پانزدهم، پاییز ۱۳۹۱

تهران، معیار مذکور فقط به کمیت افشا توجه نمی کند، بلکه به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشا شده را نیز مد نظر قرار می دهد (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰، ۶۵-۶۴).

این شاخص با نماد TR نشان داده می شود.

متغیر وابسته: سیاست تقسیم سود

بر اساس مطالعات پیشین در حوزه مالی (هولدر و همکاران، ۱۹۹۸؛ میتون، ۲۰۰۴؛ و جان و کنیازوا، ۲۰۰۶)^۱ در این پژوهش از دو شاخص جانشین برای سیاست سود سهام استفاده می شود.

الف - نسبت سود سهام نقدی هر سهم بر سود هر سهم که با نماد CD نشان داده شده است.

ب - بازده سود سهام نقدی که با نماد DY نشان داده می شود.

با توجه به مطالعات و استدلالات مختلف صورت گرفته، معمولاً بازده سود سهام نقدی را معرف سیاست سود سهام نقدی قرار می دهند، با این استدلال که بازده سود سهام نقدی توزیع سود را در کنار قیمت سهام مورد توجه قرار می دهد و عبارت است از سود سهام نقدی هر سهم تقسیم بر قیمت هر سهم در اول سال. چون قیمت سهام بطور روزانه تغییر می کند، از متوسط قیمت سهم استفاده می شود. نحوه محاسبه بازده سود سهام نقدی در رابطه (۱) ارائه شده است.

$$DY_t = \frac{Div_t}{\frac{P_{tH} + P_{tL}}{2}} \quad (1)$$

P_{tH} و P_{tL} به ترتیب بیانگر کمترین و بیشترین قیمت سهام در هر دوره مالی است. Div_t معرف سود سهام نقدی هر سهم است.

1. Holder et al.; Mitton; and John and Knyazeva

متغیرهای کنترلی سیاست تقسیم سود

لیتنر (۱۹۵۶) نشان می دهد که شرکت های پرداخت کننده سود سهام تلاش می کنند تا پرداخت سود پایداری داشته باشند؛ که پژوهش اجاوود و بن عمار (۲۰۱۰) این مورد را تایید می کند.

جان و کنیازاوا (۲۰۰۶) و اجاوود و بن عمار (۲۰۱۰) در نتایج پژوهش های تجربی خود وجود ارتباط مثبت بین اندازه شرکت و پرداخت سود سهام را نشان داده اند. فاما و فرنچ^۱ (۲۰۰۱)، دنیس و اوسوبا^۲ (۲۰۰۸)، و اجاوود و بن عمار (۲۰۱۰) نشان دادند که شرکت های بزرگ با سودآوری بالا و فرصت رشد پایین، تمایل بیشتری به پرداخت سود سهام دارند.

جنسن (۱۹۸۶) نشان می دهد شرکت هایی که سطح بالایی از جریان نقدی آزاد را دارند، متحمل هزینه های نمایندگی بیشتری می شوند. در این زمینه، شرکت ها ممکن است از سیاست تقسیم سود جهت کاهش این هزینه ها استفاده نمایند. بطور کلی، پژوهش های قبلی چون جان و کنیازاوا (۲۰۰۶) و اجاوود و بن عمار (۲۰۱۰) نیز ارتباط مثبت بین جریان نقدی آزاد و پرداخت سود را نشان داده اند.

همچنین، فاما و فرنچ (۲۰۰۱) سه ویژگی با اهمیت شرکت را به عنوان عوامل مؤثر با اهمیت که احتمالاً در پرداخت سود سهام تأثیر دارند، مشخص نمودند که عبارتند از اندازه، سودآوری و فرصت های سرمایه گذاری.

رنیوگ و تروجانوسکی^۳ (۲۰۰۷)، و اجاوود و بن عمار (۲۰۱۰) معتقدند که اهرم می تواند بر پرداخت سود سهام تأثیر داشته باشد زیرا، بدهی نیز می تواند به منظور کاهش مسائل بالقوه جریان نقدی آزاد مورد استفاده قرار گیرد. از این رو، انتظار می رود که بین اهرم و پرداخت سود سهام ارتباط منفی وجود داشته باشد. لیتنر (۱۹۵۶) اشاره می کند که سود سهمی نیز از عواملی است که بر سیاست تقسیم سود شرکت ها تأثیر دارد. با پیروی از پژوهش ها و استدالات فوق در حوزه مالی، در پژوهش حاضر در

1. Fama and French

2. Denis and Osobov

3. Renneboog, L. and G. Trojanowski

تحلیل چند متغیره، متغیرهای مرتبط با سیاست تقسیم سود کنترل می گردند. این متغیرها عبارتند از: سود سهام نقدی سال قبل، سود سهمی، فرصت سرمایه گذاری، جریان نقدی آزاد، سودآوری، اهرم، و اندازه شرکت.

۶- مدل پژوهش

براساس توضیح های گفته شده مدل پژوهش به صورت رابطه (۲) ارائه می گردد:

$$\text{Dividend Policy} = a + b_1 (\text{CG}) + b_2 (\text{PreDiv}) + b_3 (\text{Stockdiv}) + b_4 (\text{MTB}) + b_5 (\text{FCF}) + b_6 (\text{Profit}) + b_7 (\text{LEV}) + b_8 (\text{Size}) + e \quad (2)$$

CG: نشانگر بعد حاکمیت شرکتی است.

PreDiv: نشانگر سود سهام نقدی سال قبل است. عدد ۱ نشان دهنده پرداخت سود سهام نقدی در سال قبل می باشد و عدد صفر مخالف آن.

Stockdiv: نشانگر سود سهمی است. عدد ۱ نشان دهنده این است که شرکت در همان سال سود سهمی پرداخت نموده است و عدد صفر برعکس آن.

MTB: نمایشگر فرصت سرمایه گذاری است. در این پژوهش از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به عنوان نماینده فرصت سرمایه گذاری شرکت استفاده می شود. این نسبت با تقسیم کردن ارزش بازار بر ارزش دفتری شرکت به دست می آید (اجاوود و بن عمار، ۲۰۱۰).

FCF: نمایشگر جریان نقدی آزاد است. در این پژوهش از مدل لن و پلسن^۱ برای تعیین جریان نقدی آزاد واحد تجاری استفاده می شود. بر اساس مدل مذکور جریان های نقدی آزاد از طریق رابطه (۳) محاسبه می شود:

$$\text{FCF}_{i,t} = (\text{INC}_{i,t} - \text{TAX}_{i,t} - \text{INTEXP}_{i,t} - \text{PSDIV}_{i,t} - \text{CSDIV}_{i,t}) / \text{A}_{i,t-1} \quad (3)$$

که در آن:

$\text{FCF}_{i,t}$: جریان نقدی آزاد شرکت i در سال t

$\text{INC}_{i,t}$: سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در سال t

$\text{TAX}_{i,t}$: کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t

$INTEXP_{i,t}$: هزینه بهره پرداختی شرکت i در سال t

$PSDIV_{i,t}$: سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت i در سال t

$CSDIV_{i,t}$: سود سهامداران عادی پرداختی شرکت i در سال t

$A_{i,t-1}$: کل ارزش دفتری دارایی های شرکت i در سال $t-1$

Profitability (ROE): نشانگر سودآوری شرکت است. در این پژوهش از

نسبت بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان نماینده سودآوری استفاده می شود. این نسبت بر پایه سود خالص سالانه پس از کسر مالیات به جمع حقوق صاحبان سهام عادی در پایان سال مالی محاسبه می گردد.

LEVERAGE: نشانگر نسبت اهرمی شرکت است که از طریق تقسیم جمع بدهی

بلندمدت بر جمع دارائیهها محاسبه می شود.

SIZE: نشانگر اندازه شرکت است و از طریق لگاریتم طبیعی مجموع ارزش اسمی

سهام هر شرکت محاسبه می شود.

۷- یافته های پژوهش

برای بررسی رابطه مورد انتظار بین متغیرهای پژوهش از مجموعه ای از آمار توصیفی، ماتریس همبستگی، و مدل های رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. جدول ۱ حاوی آمار توصیفی داده های مورد مطالعه است.

این جدول تعداد مشاهدات، میانگین، حداقل، حداکثر و انحراف معیار را برای هشت متغیر مورد مطالعه نشان می دهد. تعداد مشاهدات برای تمامی متغیرها ۴۰۵ می باشد ستون میانگین، حاوی متوسط حسابی اندازه های هر متغیر است. ستونهای حداقل و حداکثر به ترتیب، کمترین و بیشترین اندازه ها برای هر متغیر را نشان می دهند و در نهایت ستون انحراف معیار، نماینده پخش شدگی مقادیر و اندازه های هر متغیر حول مقدار میانگین آن می باشد.

همان گونه که از جدول ۱ پیداست، میانگین نسبت سود سهام نقدی ۰/۶۷۵ و بازده

سود سهام نقدی ۰/۱۳۹ است، که در هر دو مورد میانگین رو به پائینی را نشان می دهند.

۱۰۲ پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره پانزدهم، پاییز ۱۳۹۱

جدول ۱- نتایج تحلیل توصیفی داده‌های پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
شفافیت اطلاعات مالی	۴۰۵	۵۳/۸۱۵	-۱۳	۹۸	۲۴/۸۲۵
نسبت سود سهام نقدی	۴۰۵	۰/۶۷۵	۰	۷/۰۵	۰/۶۳۳
بازده سود سهام نقدی	۴۰۵	۰/۱۳۹	۰	۱/۴۶	۰/۱۳۳
فرصت سرمایه گذاری	۴۰۵	۳/۲۰۵	-۱۵/۱۰	۳۷/۲۰	۴/۱۲۸
جریان نقدی آزاد	۴۰۵	۰/۰۸۵	-۰/۳۱	۰/۵۷	۰/۱۱۶
سودآوری شرکت	۴۰۵	۰/۳۶۱	-۴/۸۳	۱۷/۱۶	۱/۰۶۰
اهرم شرکت	۴۰۵	۰/۰۸۹	۰	۰/۷۹	۰/۱۰۰
اندازه شرکت	۴۰۵	۱۱/۷۳۰	۸/۰۱	۱۸/۶۰	۱/۶۱۳

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

۱-۷- آزمون همبستگی

در جدول ۲ ضرایب همبستگی پیرسون بین دو متغیر حاکمیت شرکتی، نسبت سود سهام نقدی و بازده سود سهام نقدی آورده شده است که نشان دهنده رابطه خطی و معنادار است.

جدول ۲- آزمون همبستگی پیرسون

متغیر	نسبت سود سهام نقدی	بازده سود سهام نقدی
حاکمیت شرکتی (شفافیت اطلاعات مالی)	***۰/۴۲۴	***۰/۳۱۹

*** معنی‌داری در سطح ۰/۰۱

* منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به همبستگی به دست آمده و نرمال بودن توزیع داده‌ها، آزمون‌های مربوط به فرضیه‌های پژوهش صورت گرفته است.

۲-۷- برآورد مدل رگرسیون چند متغیره جهت آزمون فرضیه پژوهش

برای استفاده از مدل رگرسیون لازم است پیش فرض‌های استفاده از آن مورد

ارزیابی تاثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی.....۱۰۳

آزمون قرار گیرد. این پیش فرض ها عبارتند از:

میانگین (امید ریاضی) خطا ها صفر باشد (آزمون دور بین واتسون)؛ واریانس خطاها ثابت باشد (آزمون دور بین واتسون)؛ بین خطا های مدل همبستگی وجود نداشته باشد (آزمون دور بین واتسون)؛ متغیر وابسته دارای توزیع نرمال باشد (کولموگروف اسمیرنوف)؛ و بین متغیرهای مستقل همبستگی وجود نداشته باشد (آزمون بررسی هم خطی متغیرهای مستقل).

اولین مرحله جهت آغاز فرآیند آزمون فرضیه ها، بررسی نرمال بودن داده ها است. نتایج آزمون K-S و P-Value های محاسبه شده قبل از تعدیل نشان می دهد که توزیع برخی از متغیرها از توزیع نرمال پیروی نمی کند. بنابراین فرض صفر رد می شود. در این مواقع جهت نرمال سازی توزیع متغیرها، داده هایی که فاصله آنها از میانگین، ۳ انحراف معیار است حذف شد، که با اعمال این تعدیل که در جدول ۳ ارائه شده است توزیع اکثر متغیر ها به خصوص متغیرهای وابسته نرمال شد.

جدول ۳- نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف

بعد از تعدیل		قبل از تعدیل		علامت	شرح
P-Value	آماره Z	P-Value	آماره Z		
۰/۰۶۰	۱/۳۲۶	۰/۰۶۰	۱/۳۲۶	TR	شفافیت اطلاعات مالی
۰/۰۶۸	۱/۱۸۹	۰/۰۰۰	۴/۲۴۶	CD	نسبت سود سهام نقدی
۰/۰۵۶	۱/۳۰۷	۰/۰۰۰	۲/۹۹۹	DY	بازده سود سهام نقدی
۰/۰۰۰	۴/۴۷۲	۰/۰۰۰	۴/۴۷۲	MTB	فرصت سرمایه گذاری
۰/۰۴۹	۳/۳۰۳	۰/۰۴۹	۳/۳۰۳	FCF	جریان نقدی آزاد
۰/۷۷۵	۰/۶۶۱	۰/۰۰۰	۳/۵۴۳	ROE	سودآوری شرکت
۰/۰۰۰	۴/۱۳۳	۰/۰۰۰	۴/۱۳۳	LEVERAGE	اهرم شرکت
۰/۰۰۷	۱/۶۷۴	۰/۰۰۷	۱/۶۷۴	SIZE	اندازه شرکت

*منبع: یافته های پژوهشگر

بعد کنترلی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها تأثیر دارد.
برای آزمون فرضیه اول از دو مدل استفاده شده است که در جداول ۴ و ۵ ارائه می گردند.

با توجه به نتایج آزمون مدل (۱) فرضیه‌ی اول که در جدول ۴ ارائه شده است، سطح معنی‌داری آماره $F (0/000)$ کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. آماره دوربین واتسون ($2/061$) در فاصله بین $1/5$ تا $2/5$ قرار دارد، بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. همچنین نتایج بررسی همبستگی بین متغیرهای مستقل استفاده از رگرسیون را تایید می‌کند (مقدار بالای 1 برای تولرانس و کمتر از 10 برای عامل تورم واریانسی بیانگر عدم وجود مشکل در برازش مدل رگرسیونی به دست آمده می‌باشد). با توجه به بالا بودن P -Value) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضرایب مولفه‌های بعد کترلی نتایج آزمون نشان می‌دهد که بعد کترلی حاکمیت شرکتی تأثیری بر نسبت سود سهام نقدی ندارد. پس فرضیه اول پژوهش را نمی‌توان در سطح اطمینان 95% قبول کرد. این نتیجه متفاوت از نتیجه پژوهش ژراپورن و نینگ (2006)، جان و کنیازاوا (2006)، عبدالسلام و همکاران (2008)، و کوکی و گایزانی (2009) است. آن‌ها در مطالعه خود وجود رابطه جایگزینی بین متغیر سود تقسیمی نقدی و شاخص حاکمیت را اثبات کرده بودند. یعنی شرکت‌های با حاکمیت ضعیف‌تر، سود تقسیمی بیشتری دارند تا جانشینی برای مدیریت ضعیف آن‌ها باشد. همچنین، نتایج آزمون نشان می‌دهد که متغیرهای کترلی سود سهام نقدی سال قبل، جریان نقدی آزاد، سودآوری شرکت و اندازه شرکت تأثیر معنی‌دار و مثبتی بر نسبت سود سهام نقدی دارند. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته اند که 40% از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

با توجه به نتایج آزمون مدل (۲) فرضیه‌ی اول که در جدول ۵ ارائه شده است، استفاده از رگرسیون تایید می‌گردد. با توجه به بالا بودن P -Value) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضرایب متغیرهای اصلی یا فرعی بودن شرکت و بازررس قانونی، نتایج آزمون نشان می‌دهد که این دو متغیر تأثیری بر بازده سود سهام نقدی شرکت ندارند. ولی، نتایج پژوهش نشان می‌دهد مرجع حسابرسی شرکت تأثیر

ارزیابی تاثیر ابعاد کتتری و شفافت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی.....۱۰۵

معنی دار و مثبتی بر بازده سود سهام نقدی دارد که مطابق با پژوهش میتون (۲۰۰۴)، ژراپورن و همکاران (۲۰۰۸)، چی، کیم و لی (۲۰۰۹) و اجاوود و بن عمار (۲۰۱۰) است اما با نتایج یافته های ژراپورن و نینگ (۲۰۰۶) چی، کیم و لی (۲۰۰۹) و فخاری و یوسفعلی تبار (۱۳۸۹) مطابقت ندارد.

همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد متغیرهای کتتری سود سهام نقدی سال قبل، فرصت سرمایه گذاری، جریان نقدی آزاد، سودآوری شرکت و اندازه شرکت تاثیر معنی دار و مثبت و سود سهمی تاثیر معنی دار و معکوسی بر بازده سود سهام نقدی دارد. این نتیجه نیز موید مطالعاتی چون لیتنر (۱۹۵۶)، جنسن (۱۹۸۶)، فاما و فرنچ (۲۰۰۱)، جان و کنیازاوا (۲۰۰۶)، رنپوگ و تروجانوسکی (۲۰۰۷) و اجاوود و بن عمار (۲۰۱۰) می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته اند ۳۲٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

جدول ۴- نتایج آزمون معنی داری مدل رگرسیون و مدل ۱ فرضیه اول

بررسی هم خطی		$CD_{i,t} = \alpha + \beta_1(Audit_{i,t}) + \beta_2(Parent_{i,t}) + \beta_3(LI_{i,t}) + \beta_4(Pr eDiv_{i,t}) + \beta_5(StockDiv_{i,t}) + \beta_6(MTB_{i,t}) + \beta_7(FCF_{i,t}) + \beta_8(ROE_{i,t}) + \beta_9(Lev_{i,t}) + \beta_{10}(Size_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$			
VIF	Tolerance	Sig	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
-	-	۰/۰۳۸	-۲/۰۸۶	-۰/۲۵۲	مقدار ثابت
۰/۸۶۹	۱/۱۵۰	۰/۳۰۵	۱/۰۲۶	۰/۰۳۳	مرجع حسابرسی شرکت
۰/۹۶۵	۱/۰۳۶	۰/۹۰۳	۰/۱۲۲	۰/۰۰۴	اصلی یا فرعی بودن شرکت
۰/۹۸۳	۱/۰۱۸	۰/۷۸۳	-۰/۲۷۶	-۰/۰۷۷	بازرس قانونی شرکت
۰/۹۳۴	۱/۰۷۰	۰/۰۰۰	۱۰/۱۲۴	۰/۴۹۲	سود سهام نقدی سال قبل
۰/۹۲۴	۱/۰۸۳	۰/۹۲۰	-۰/۱۰۰	-۰/۰۰۵	سود سهمی
۰/۷۲۹	۱/۳۷۱	۰/۲۱۹	۱/۲۳۲	۰/۰۰۵	فرصت سرمایه گذاری
۰/۷۹۸	۱/۲۵۳	۰/۰۵۱	۱/۹۵۵	۰/۲۷۵	جریان نقدی آزاد
۰/۶۵۰	۱/۵۳۹	۰/۰۰۰	۶/۰۶۰	۰/۴۶۲	سودآوری شرکت
۰/۹۳۳	۱/۰۷۲	۰/۰۷۳	-۱/۷۹۸	-۰/۲۸۱	اهرم شرکت

۱۰۶ پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره پانزدهم، پاییز ۱۳۹۱

۰/۸۴۳	۱/۱۸۶	۰/۰۰۹	۲/۶۳۷	۰/۰۲۶	اندازه شرکت
۲/۰۶۱	آماره دوربین - واتسون			۲۵/۲۸۶	آماره F
۰/۳۹۳	ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۰۰۰	P-Value

(ادامه جدول ۴)

*منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۵- نتایج آزمون معنی داری مدل رگرسیون و مدل ۲ فرضیه اول

بررسی هم خطی		$DY_{i,t} = \alpha + \beta_1(Audit_{i,t}) + \beta_2(Parent_{i,t}) + \beta_3(LI_{i,t}) + \beta_4(Pr eDiv_{i,t}) + \beta_5(StockDiv_{i,t}) + \beta_6(MTB_{i,t}) + \beta_7(FCF_{i,t}) + \beta_8(ROE_{i,t}) + \beta_9(Lev_{i,t}) + \beta_{10}(Size_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$			
VIF	Tolerance	Sig	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
-	-	۰/۰۲۳	-۲/۲۸۹	-۰/۰۷۹	مقدار ثابت
۰/۸۶۹	۱/۱۵۰	۰/۰۲۲	۲/۲۹۲	۰/۰۲۱	مرجع حسابرسی شرکت
۰/۹۶۵	۱/۰۳۶	۰/۱۷۰	-۱/۳۷۴	-۰/۰۱۲	اصلی یا فرعی بودن شرکت
۰/۹۸۳	۱/۰۱۸	۰/۷۲۵	-۰/۳۵۲	-۰/۰۲۸	بازرس قانونی شرکت
۰/۹۳۴	۱/۰۷۰	۰/۰۰۰	۶/۰۷۲	۰/۰۸۵	سود سهام نقدی سال قبل
۰/۹۲۴	۱/۰۸۳	۰/۰۴۴	-۲/۰۲۴	-۰/۰۲۷	سود سهمی
۰/۷۲۹	۱/۳۷۱	۰/۰۰۹	-۲/۶۱۵	-۰/۰۰۳	فرصت سرمایه گذاری
۰/۷۹۸	۱/۲۵۳	۰/۰۰۳	۳/۰۲۳	۰/۱۲۲	جریان نقدی آزاد
۰/۶۵۰	۱/۵۳۹	۰/۰۰۰	۷/۶۲۷	۰/۱۶۵	سودآوری شرکت
۰/۹۳۳	۱/۰۷۲	۰/۰۷۰	-۱/۸۱۵	-۰/۰۸۱	اهرم شرکت
۰/۸۴۳	۱/۱۸۶	۰/۰۰۶	۲/۷۷۳	۰/۰۰۸	اندازه شرکت
۱/۷۲۵	آماره دوربین - واتسون			۱۸/۶۰۵	آماره F
۰/۳۱۹	ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۰۰۰	P-Value

*منبع: یافته های پژوهشگر

ب) فرضیه دوم پژوهش بیان می دارد:

بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکتها تأثیر دارد.

برای آزمون فرضیه دوم نیز از دو مدل استفاده شده است که در جداول ۶ و ۷ ارائه می گردند.

جدول ۶- نتایج آزمون معنی داری مدل رگرسیون و مدل ۱ فرضیه دوم

بررسی هم خطی		$CD_{i,t} = \alpha + \beta_1 (TR_{i,t}) + \beta_2 (Pr\ eDiv_{i,t}) + \beta_3 (StockDiv_{i,t}) + \beta_4 (MTB_{i,t}) + \beta_5 (FCF_{i,t}) + \beta_6 (ROE_{i,t}) + \beta_7 (Lev_{i,t}) + \beta_8 (Size_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$			
VIF	Tolerance	Sig	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
-	-	۰/۰۰۱	-۳/۲۹۸	-۰/۳۸۳	مقدار ثابت
۰/۷۸۲	۱/۲۷۸	۰/۰۰۰	۴/۹۶۵	۰/۰۰۳	شفافیت اطلاعات مالی
۰/۸۷۷	۱/۱۴۰	۰/۰۰۰	۸/۸۷۶	۰/۴۳۰	سود سهام نقدی سال قبل
۰/۹۱۷	۱/۰۹۱	۰/۷۸۵	۰/۲۷۳	۰/۰۱۲	سود سهمی
۰/۷۲۱	۱/۳۸۷	۰/۵۲۵	۰/۶۳۶	۰/۰۰۲	فرصت سرمایه گذاری
۰/۸۰۱	۱/۲۴۸	۰/۲۲۶	۱/۲۱۳	۰/۱۶۵	جریان نقدی آزاد
۰/۶۳۳	۱/۵۸۱	۰/۰۰۰	۵/۳۰۸	۰/۳۹۵	سودآوری شرکت
۰/۹۳۰	۱/۰۷۵	۰/۰۳۳	-۲/۱۴۲	-۰/۳۲۴	اهرم شرکت
۰/۹۲۴	۱/۰۸۲	۰/۰۰۰	۳/۵۲۷	۰/۰۳۲	اندازه شرکت
۲/۱۴۰		آماره دوربین- واتسون		۳۶/۷۲۱	آماره F
۰/۴۳۲		ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۰۰۰	P-Value

*منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون مدل (۱) فرضیه‌ی دوم که در جدول ۶ ارائه شده است، سطح معنی داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. آماره دوربین واتسون (۲/۰۹۵) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. با توجه به پایین بودن (P-Value) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب شفافت اطلاعات مالی، نتایج آزمون نشان می دهد که بعد شفافت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی تاثیر معنی دار و مثبتی بر نسبت سود سهام نقدی دارد. پس فرضیه دوم پژوهش را نمی توان در سطح اطمینان ۹۵٪ رد کرد. این موضوع موید فرضیه نتیجه و تئوری نمایندگی بوده و مطابق با پژوهش میتون (۲۰۰۴)، ژراپورن و همکاران (۲۰۰۸)، چی، کیم و لی (۲۰۰۹) و اجاوود و بن عمار (۲۰۱۰) است اما با نتایج یافته های ژراپورن و

۱۰۸ پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره پانزدهم، پاییز ۱۳۹۱

نینگ (۲۰۰۶) چی، کیم و لی (۲۰۰۹) و فخاری و یوسفعلی تبار (۱۳۸۹) مطابقت ندارد. همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد متغیرهای کنترلی سود سهام نقدی سال قبل، جریان نقدی آزاد، سودآوری شرکت و اندازه شرکت تأثیر معنی دار و مثبت و اهرم تأثیر معنی دار و معکوس بر نسبت سود سهام نقدی دارند. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته اند که ۴۳٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. نتیجه آزمون مدل دوم فرضیه دوم در جدول ۷ ارائه شده است.

جدول ۷- نتایج آزمون معنی داری مدل رگرسیون و مدل ۲ فرضیه دوم

بررسی هم خطی		$DY_{i,t} = \alpha + \beta_1 (TR_{i,t}) + \beta_2 (PreDiv_{i,t}) + \beta_3 (StockDiv_{i,t}) + \beta_4 (MTB_{i,t}) + \beta_5 (FCF_{i,t}) + \beta_6 (ROE_{i,t}) + \beta_7 (Lev_{i,t}) + \beta_8 (Size_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$			
VIF	Tolerance	Sig	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
-	-	۰/۰۰۱	-۳/۴۱۶	-۰/۱۱۶	مقدار ثابت
۰/۷۸۴	۱/۲۷۵	۰/۰۰۳	۳/۰۰۹	۰/۰۰۱	شفافیت اطلاعات مالی
۰/۸۷۹	۱/۱۳۷	۰/۰۰۰	۵/۲۳۰	۰/۰۷۵	سود سهام نقدی سال قبل
۰/۹۲۳	۱/۰۸۴	۰/۰۵۴	-۱/۹۳۳	-۰/۰۲۵	سود سهمی
۰/۷۲۱	۱/۳۸۷	۰/۰۰۳	-۳/۰۱۹	-۰/۰۰۳	فرصت سرمایه گذاری
۰/۷۹۷	۱/۲۵۵	۰/۰۲۰	۲/۳۴۲	۰/۰۹۴	جریان نقدی آزاد
۰/۶۳۰	۱/۵۸۶	۰/۰۰۰	۷/۰۹۱	۰/۱۵۴	سودآوری شرکت
۰/۹۳۶	۱/۰۶۹	۰/۰۵۶	-۱/۹۲۰	-۰/۰۸۵	اهرم شرکت
۰/۹۶۲	۱/۰۸۰	۰/۰۰۰	۳/۷۹۴	۰/۰۱۰	اندازه شرکت
۱/۷۱۷		آماره دوربین - واتسون		۲۳/۹۰۵	آماره F
۰/۳۲۷		ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۰۰۰	P-Value

*منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون مدل (۲) فرضیه ی دوم که در جدول ۷ ارائه شده است، سطح معنی داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. آماره دوربین واتسون (۱/۷۱۷) در فاصله بین ۱/۵

ارزیابی تاثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی.....۱۰۹

تا ۲/۵ قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. همچنین نتایج بررسی همبستگی بین متغیرهای مستقل استفاده از رگرسیون را تایید میکند. با توجه به پایین بودن (P-Value) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب شفافیت اطلاعات مالی، نتایج آزمون نشان می دهد که بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی تأثیر معنی دار و مثبتی بر بازده سود سهام نقدی دارد. پس فرضیه دوم پژوهش را نمی توان در سطح اطمینان ۹۵٪ رد کرد. این نتیجه نیز از نظر مطابقت یا عدم مطابقت با مطالعات پژوهشگران قبلی، همانند مدل اول است. همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد تمامی متغیرهای کنترلی به جز سود سهمی و اهرم تأثیر مثبت و معنی داری بر بازده سود سهام نقدی دارند. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته اند که ۳۳٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

۸- بحث و نتیجه گیری

نتایج آزمون مدل (۱) فرضیه اول نشان می دهد که بعد کنترلی حاکمیت شرکتی (اصلی یا فرعی بودن شرکت، مرجع حسابرسی، و بازرس قانونی) تأثیری بر نسبت سود سهام نقدی ندارد. این نتیجه متفاوت از نتیجه پژوهش کوکی و گایزانی (۲۰۰۹) و عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) است. آنها در مطالعه خود وجود رابطه جایگزینی بین متغیر سود تقسیمی نقدی و شاخص حاکمیت را اثبات کرده بودند. یعنی شرکت های با حاکمیت ضعیف تر، سود تقسیمی بیشتری دارند تا جانشینی برای مدیریت ضعیف آنها باشد. در این مدل، فرضیه جایگزینی و یا تئوری علامت دهی اشاره شده در پیشینه مطالعه تایید نشد؛ یعنی بعد کنترلی حاکمیت شرکتی، در شرکت های مورد بررسی نتوانسته است نقش جایگزین یا علامتی برای حمایت از منافع ذی نفعان را ایفا نمایند. از طرف دیگر، فرضیه نتیجه یا تئوری نمایندگی نیز در این مدل توجیه نمی شود. فرضیه نتیجه، بیان می کند تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است؛ یعنی با افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی، میزان سود تقسیمی نیز افزایش پیدا می

کند. علت این نتیجه می تواند ابعاد خاصی باشد که در مطالعات قبلی مورد توجه بوده است که متفاوت از ابعاد و شاخص های مطالعه حاضر است. از طرف دیگر، در برخی از مطالعات قبلی که در قسمت پیشینه و مبانی نظری مطالعه نیز بر آن اشاره شد، امتیاز کیفیت حاکمیت شرکتی در مدل های رگرسیون به عنوان متغیر مستقل وارد شده است که طبیعتاً به دلیل وجود خاصیت هم افزایی در شاخص های حاکمیت شرکتی، می تواند نتایج متفاوتی به دست آید.

در مدل دوم فرضیه اول از بین مولفه های موجود، وجود تأثیر مرجع حسابرسی (کیفیت حسابرسی) بر سیاست تقسیم سود تأیید شد. یعنی مرجع حسابرسی تأثیر معنی دار و مثبتی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها دارد که مطابق با پژوهش ژراپورن و همکاران (۲۰۰۸)، چی، کیم و لی (۲۰۰۹) و اجاوود و بن عمار (۲۰۱۰) است.

این نتیجه در راستای تأیید فرضیه نتیجه می باشد و 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 اعتبار آنها می شود، به نفع خود استفاده می کنند. فرضیه نتیجه، بیان می کند تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است. در واقع شرکت هایی که حقوق سهامداران در آن رعایت نمی شود، دچار مدیریت های فرصت طلب می شوند؛ زیرا مدیران دارای قدرت گسترده های 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 ضعیف تر است. اما اگر سهامداران قدرت کافی داشته باشند، می توانند بر سود تقسیمی اثر بگذارند.

یک فرض مهم نظریه نمایندگی این است که تأیید کارهای کارگزار برای کارگزار مشکل و پیچیده است. حسابرسی مستقل یکی از با اهمیت ترین و در عین حال مؤثر ترین روش ها، برای همسو کردن منافع سهامداران و مدیران به شمار می رود. چرا که در باطن حسابرسان برای اعتبار بخشی به کارنامه مالی ارائه شده مدیران به سهامداران،

به کار گرفته شده اند. هدف از اعمال مکانیزم های حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذی نفعان مختلف شرکت فراهم آورد. حسابرسی مستقل اغلب به عنوان راهکاری برای حاکمیت شرکتی مطلوب به کار گرفته می شود. نهاد حسابرسی نقش تعیین کننده ای در مراقبت و کنترل اشتباهات سهوی اطلاعات حسابداری ایفا می کند. این نهاد به عنوان یک شخصیت مستقل بیرونی وظیفه قضاوت درباره اعتبار صورتهای مالی تهیه شده طبق اصول حسابداری را بر عهده دارد. لذا، در مطالعه حاضر کیفیت حسابرسی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها تأثیر دارد. به عبارت دیگر، در شرکت هایی که توسط سازمان حسابرسی مورد حسابرسی قرار می گیرند، حقوق صاحبان سهام بیشتر رعایت می شود. بنابراین، می توان گفت که کیفیت حسابرسی شرکت تأثیر معنی دار و مستقیمی (مثبت) بر نسبت سود سهام نقدی و از این رو، بر سیاست تقسیم سود شرکت ها دارد و این آزمون یافته های پژوهش های ارائه شده در مدل اول را تایید می کند.

نتایج آزمون مدل (۱) فرضیه دوم نشان می دهد که بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی تأثیر معنی داری و مثبتی بر نسبت سود سهام نقدی دارد. همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد متغیرهای کنترلی سود سهام نقدی سال قبل، جریان نقدی آزاد، سودآوری شرکت و اندازه شرکت تأثیر معنی دار و مثبت، و اهرم تأثیر معکوسی بر نسبت سود سهام نقدی دارد. این نتیجه موید فرضیه نتیجه و تئوری نمایندگی بوده و مطابق با پژوهش میتون (۲۰۰۴)، و ژراپورن و همکاران (۲۰۰۸)، چی، کیم و لی (۲۰۰۹) و اجاوود و بن عمار (۲۰۱۰) است.

نتایج آزمون مدل (۲) فرضیه دوم نشان می دهد که بعد شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی تأثیر معنی داری و مثبتی بر بازده سود سهام نقدی دارد. همچنین، نتایج آزمون نشان می دهد با فرض افزایش سطح خطای قابل قبول به ۶٪، کلیه متغیرهای کنترلی تأثیر معنی داری بر بازده سود سهام نقدی دارند. این مدل نیز موید فرضیه نتیجه و تئوری نمایندگی بوده و مطابق با مطالعات مدل قبلی است.

با توجه به یافته های پژوهش، پیشنهاد می شود که چون توزیع سود سهام برای سرمایه گذاران مطلوبیت دارد، هنگام سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار، مرجع حسابرسی شرکت را به عنوان عامل مؤثر بر تقسیم سود در نظر بگیرند.

با در نظر گرفتن یافته های پژوهش و با توجه به اینکه حسابرسی مستقل یکی از با اهمیت ترین و در عین حال مؤثر ترین روش ها، برای همسو کردن منافع سهامداران و مدیران به شمار می رود و به استناد نتایج مطالعه حاضر در شرکت هایی که توسط سازمان حسابرسی مورد حسابرسی قرار می گیرند، حقوق ذی نفعان بیشتر رعایت می شود، لذا، پیشنهاد می شود که تمامی ذی نفعان در تصمیم گیری های مربوط به سرمایه گذاری، اعطای اعتبار و مواردی از این دست، مرجع حسابرسی شرکت را مد نظر قرار دهند.

با در نظر گرفتن ادبیات و یافته های پژوهش، پیشنهاد می شود که شرکت ها به منظور افشای به موقع و ارتقای قابلیت اتکای گزارش ها، در راستای ارتقای امتیاز شفافیت اطلاعات و کمک به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تلاش نمایند. از طرف دیگر، با توجه به تأثیر مشخص بعد شفافیت حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها، بهتر است استفاده کنندگان از گزارش های مالی به منظور بهبود تصمیم گیری و واکنش سریع به رویدادها و در نهایت در تخصیص بهینه منابع، امتیاز شفافیت شرکت ها را در نظر بگیرند.

با توجه به یافته های پژوهش، پیشنهاد می شود که سرمایه گذاران جهت اطلاع از سیاست تقسیم سود شرکت ها، علاوه بر متغیرهای پیش گفته، عوامل سود سهام نقدی سال قبل، اندازه شرکت، جریان نقدی آزاد، سودآوری، فرصت سرمایه گذاری، اهرم و سود را نیز در نظر بگیرند.

منابع

- حساس یگانه، یحیی، (۱۳۸۸)، "فلسفه حسابرسی"، چاپ دوم، تهران، انتشارات علمی و فرهنگی.
- ستایش، محمد حسین، مصطفی کاظم نژاد و مهدی ذوالفقاری، (۱۳۹۰)، "بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، ص ۷۴-۵۵.
- شباهنگ، رضا، (۱۳۸۱)، "تئوری حسابداری جلد اول"، چاپ اول، تهران، انتشارات سازمان حسابرسی.
- فخاری، حسین و نصیبه یوسفعلی تبار، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۲، ص ۸۴-۶۹.
- فروغی، داریوش، علی سعیدی و محسن ازدر، (۱۳۸۸)، "تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، سال ۱، شماره ۲، ص ۱۲۹-۱۱۴.
- قائم، محمد حسین و مهدی شهریاری، (۱۳۸۸)، "حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها"، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۱، شماره ۱، ص ۱۲۸-۱۱۳.

Abdelsalam, O. EL-Masry, A. & Elsegini, S. (2008), "Board Composition", Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market Further Evidence from CASE 50, *Managerial Finance*, 12, PP.953-964.

Adjaoud, F. and Ben-Amar, W. (2010), "Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation?", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.37, No. 5 & 6, PP. 648-667.

Benjamin I. Ehikeya. (2009), "Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria",

Corporate Governance, Vol. 9, No. 3, PP. 231– 243.

Brown, L. and Caylor, M.,(2004), "Corporate Governance and Firm Performance", Working Paper, Georgia State University.

Brown, L. and Caylor, M.,(2006), "Corporate Governance and Firm Valuation", Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 25, PP. 409-434.

Chae, J. Kim, S. Lee, E. ,(2009), "How Corporate Governance Affects Payout Policy under Agency Problems and External Financial Constraints", Journal of Banking and Finance, Forthcoming.

Denis, D. and Osobov, I. ,(2008), "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy", Journal of Financial Economics, Vol. 89, PP. 62–82.

Fama, E. and K. French ,(2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", Journal of Financial Economics, Vol.60 ,PP.3-43.

Fama, E.F. and Jensen, M.C. ,(1983), "The Separation of Ownership and Control", The Journal of Law and Economics, Vol. 26, PP. 301-25.

Holder, M., Langrehr, F. W. and Hexter, J. L. ,(1998), "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory", Financial Management, Vol. 27, No. 3, PP. 73–82.

Jensen, M. C. ,(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", American Economics Review, Vol. 76, PP.323-339.

Jiraporn, P. and Ning, Y. ,(2006), "Dividend Policy, Shareholder Rights and Corporate Governance", Journal of Applied Finance, Vol. 16, PP. 24-36.

Jiraporn, P. Kim, J.-C. and Kim, Y. S.,(2008), "Dividend Policy and Corporate Governance Quality", Available at SSRN.

John, K. and Knyazeva, A.,(2006), " Payout Policy, Agency Conflicts and Corporate Governance", Working paper, New York University and University of Rochester.

Kouki, M. & Guizani, M. ,(2009), "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market", European Journal of Scientific Research, Vol. 25, PP. 42-53.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. and Vishny, R. W. ,(2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", Journal of Finance, Vol. 55, PP. 1–33.

Lehn, K., & Poulsen, A. ,(1989), "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions", Journal of Finance, Vol. 44, No. 3, PP.771– 788.

Lintner, J. ,(1956), " Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and taxes", American Economic Review, Vol. 46, PP. 97-113.

Liu, W. ,(2002), " Do Dividends Substitute for The External Corporate

Governance? A Cross-Country Dynamic View", Kelley School of Business.

Mitton, T.,(2004), "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets", Emerging Markets Review, Vol. 5,PP. 409- 426.

O'Connell, V. and Cramer, N. ,(2010), "The Relationship between Firm Performance and Board Characteristics in Ireland", European Management Journal, Vol. 28,PP. 387-399.

Renneboog, L. and Trojanowski, G. ,(2007)," Control Structures and Payout Policy", Managerial Finance, Vol. 33, No. 1,PP. 43-64.

Wiberg, D. ,(2008), "Ownership, Dividends, R&D and Retained Earnings are Institutional Owners Short-term Oriented?" Working Paper, The Royal Institute of technology, Centre of Excellence for Science and Innovation Studies (CESIS).<http://www.cesis.se>.

Archive of SID