

تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود

علی روحی* مهدی ساریخانی** فهیمه ابراهیمی*** محمد منفرد مهارلویی****

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۰۷/۰۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۰۹/۱۱

چکیده

تصمیمات مرتبط با تقسیم سود، به عنوان یکی از سیاست‌های راهبردی در اداره شرکت‌ها، تحت تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی قرار دارد. از این رو، هدف این پژوهش بررسی تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی نظیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت‌مدیره بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه مورد بررسی شامل ۱۰۶ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ می‌باشد. نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی بیانگر این است که متغیر تمرکز مالکیت دارای ارتباط معنادار منفی با نسبت تقسیم سود است. همچنین، درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره دارای ارتباط معنادار مثبت با نسبت تقسیم سود می‌باشد. علاوه بر آن، بین درصد مالکیت نهادی، درصد مالکیت مدیریتی، درصد مالکیت خانوادگی، استقلال هیأت‌مدیره و نسبت تقسیم سود نیز ارتباط معناداری یافت نشد.

واژه‌های کلیدی: سیاست تقسیم سود، تئوری نمایندگی، ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی، ساختار مالکیت، ترکیب هیأت‌مدیره.

* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات. a_rohy@yahoo.com

** مربی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد صفاشهر.

*** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد صفاشهر.

**** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شیراز.

۱- مقدمه

در ادبیات مالی، از الگوهای نظری گوناگونی برای توضیح و تبیین خط مشی تقسیم سود استفاده شده است. الگوی پیام‌رسانی که یکی از الگوهای مطرح در مباحث مالی است، بیانگر این است که مدیران نسبت به سایر افراد برون‌سازمانی دارای اطلاعات بیشتری در مورد جریان‌های وجه نقد آتی شرکت‌ها بوده و دارای انگیزه لازم برای مخایره این اطلاعات به سایر افراد و استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی شرکت‌ها می‌باشند. با توجه به این مفهوم، تغییرات غیر منتظره در خط مشی تقسیم سود، به عنوان ابزاری در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان استفاده می‌شود (گوگلر^۱، ۲۰۰۳: ۷۳۳).

مقوله تقسیم سود، از منظر تئوری نمایندگی نیز قابل بحث است. در مدل نمایندگی از خط مشی تقسیم سود به عنوان ابزاری برای هم‌جهت ساختن منافع مدیران و سهامداران استفاده می‌شود، چرا که با پرداخت سود نقدی به سهامداران، از یک سو جریان‌های نقدی آزاد و امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیر بهینه کاهش می‌یابد (جنسن^۲، ۱۹۸۶: ۳۲۴) و از سوی دیگر مدیران را در معرض نظارت مستمر به وسیله بازار سرمایه قرار می‌دهد (ایستبروک^۳، ۱۹۸۴: ۶۵۲). از این‌رو، خط مشی تقسیم سود به عنوان یکی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی در جهت کاهش تعارضات نمایندگی قابل استفاده است. حال سوالی که در این رابطه مطرح می‌شود این است که آیا تقسیم سود نقدی، تحت تاثیر سایر ساز و کارها و ابزارهای کنترل و اداره شرکت‌ها قرار می‌گیرد یا خیر؟

با توجه به مطالب ذکر شده، پژوهش حاضر به بررسی تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر نسبت تقسیم سود نقدی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

1.Gugler

2.Jensen

3.Easterbrook

تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود..... ۳

پرداخته است. بدین منظور، نخست به بررسی پیشینه پژوهش پرداخته؛ سپس فرضیه‌ها و روش پژوهش مورد بحث قرار می‌گیرد. در پایان به تجزیه و تحلیل یافته‌ها و ارائه نتایج پرداخته می‌شود.

۲- پیشینه پژوهش

فرانسیس^۱ و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین نظام راهبری شرکتی و خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های امریکایی طی سال‌های ۱۹۸۱ الی ۱۹۹۳ پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که اثر قانون حمایت از سهامداران اقلیت بر تقسیم سود در شرکت‌های کوچک و با ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی ضعیف مشهودتر است.

آدجائود^۲ و بن‌عمار^۳ (۲۰۱۰) با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۱۷ مشاهده مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تورنتو طی سال‌های ۲۰۰۲ الی ۲۰۰۵ به بررسی ارتباط بین کیفیت نظام راهبری شرکتی و خط مشی تقسیم سود پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی قوی‌تر سود بیشتری را پرداخت می‌کنند. همچنین آن‌ها دریافتند که از میان چهار جز شاخص نظام راهبری شرکتی، ترکیب هیأت‌مدیره و خط مشی حقوق سهامدار دارای ارتباط مثبت با تقسیم سود است.

النجار^۴ و حسینی^۵ (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط بین نسبت سود تقسیمی و درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره پرداختند. نمونه مورد بررسی شامل ۴۰۰ شرکت انگلیسی طی سال‌های ۱۹۹۱ الی ۲۰۰۲ بود. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها نشان دهنده این بود که درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره دارای ارتباط معنادار منفی با نسبت

1.Francis
2.Adjaoud
3.Ben-Amar
4.Al-Najjar
5.Hussainey

۴..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره دوازدهم، زمستان ۱۳۹۰

تقسیم سود است. همچنین، نتایج بیانگر این بود که ساختار دارایی‌ها، ریسک تجاری، اندازه شرکت، سودآوری و مالکیت شرکتی، بر نسبت تقسیم سود موثر هستند.

عبدالسلام^۱ و همکاران (۲۰۰۸) تاثیر ترکیب هیأت‌مدیره و ساختار مالکیت بر خط مشی تقسیم سود را، در نمونه‌ای متشکل از ۵۰ شرکت برتر مصری طی سال‌های ۲۰۰۳ الی ۲۰۰۵، بررسی کردند. نتایج این مطالعه، بیانگر این است که بین مالکیت نهادی و تصمیم به تقسیم سود و نسبت تقسیم سود ارتباط معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌های با بازده حقوق صاحبان سهام بالاتر سود بیشتری را بین سهامداران تقسیم می‌کنند. در این مطالعه بین ترکیب هیأت‌مدیره و تصمیم به تقسیم سود و نسبت تقسیم سود هیچ ارتباط معناداری مشاهده نشد.

ژانگ^۲ (۲۰۰۸) به بررسی خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های چینی پذیرفته‌شده در بورس هنگ‌کنگ و مینلند پرداخت. نتایج این تحقیق بیانگر این است که با افزایش در مالکیت مدیریتی تمایل به پرداخت سود نقدی کاهش می‌یابد و این رابطه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس مینلند قوی‌تر است. همچنین در بورس مینلند، تمرکز مالکیت باعث تضعیف ارتباط بین مالکیت مدیریتی و سود تقسیمی می‌شود. افزون بر این، نتایج این تحقیق حاکی از آن است که سهامداران عمده و کنترل‌کننده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس هنگ‌کنگ، در مقایسه با بورس مینلند تاثیر کمتری بر خط مشی تقسیم سود شرکت دارند.

کوالسکی^۳ و همکاران (۲۰۰۸) با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۱۰ شرکت لهستانی طی سال‌های ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۴ به این نتیجه رسیدند که ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی یکی از شاخص‌های موثر و مهم در سیاست‌های تقسیم سود است.

کلمن^۴ (۲۰۰۷) به بررسی تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر سود هر سهم

1. Abdelsalam

2. Zhang

3. Kowalewski

4. Coleman

تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود..... ۵

و سود تقسیمی هر سهم پرداخت. نمونه مورد استفاده شامل ۱۰۳ شرکت از کشورهای غنا، نیجریه، کنیا و آفریقای جنوبی طی سال‌های ۱۹۹۷ الی ۲۰۰۱ بود. نتایج این مطالعه بیانگر این است که یکسان بودن رئیس هیأت‌مدیره و مدیرعامل، دارای اثر منفی بر سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم است. همچنین، نوع صنعت بر سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم موثر است.

گوگلر (۲۰۰۳) ارتباط بین تقسیم سود و ساختار مالکیت را بررسی نمود. نتایج حاصل از بررسی نمونه‌ای شامل ۱۲۴ شرکت استرالیایی طی دوره زمانی ۱۹۹۱ الی ۱۹۹۹ بیانگر این است که شرکت‌های دولتی هموارسازی سود تقسیمی را اعمال می‌کنند، در حالی که شرکت‌های خانوادگی سود تقسیمی را هموار نمی‌کنند. همچنین، نتایج بیانگر این است که شرکت‌های خانوادگی دارای پایین‌ترین مقدار تقسیم سود، و شرکت‌های دولتی دارای بیشترین مقدار سود تقسیمی هستند؛ شرکت‌هایی که به‌وسیله بانک‌ها و سرمایه‌گذاران خارجی کنترل می‌شوند نیز، در میان طیف یاد شده قرار می‌گیرند. افزون بر نتایج فوق، آن‌ها دریافتند که در شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشد کمی هستند، ساختار مالکیت بر خط مشی تقسیم سود موثر نیست.

فارینها^۱ (۲۰۰۳) با استفاده از نمونه‌ای بالغ بر ۶۰۰ شرکت طی دو دوره پنج ساله، ۱۹۸۷ الی ۱۹۹۱ و ۱۹۹۲ الی ۱۹۹۶، به این نتیجه رسید که پراکندگی مالکیتی دارای ارتباط مثبت و معنادار با خط مشی تقسیم سود است. مالکیت نهادی نیز به صورت منفی با خط مشی تقسیم سود در ارتباط است. همچنین، نتایج این تحقیق بیانگر این بود که در سطوح مالکیت درونی کمتر از ۳۰٪ ارتباط معنادار منفی بین این متغیر و سیاست‌های تقسیم سود وجود دارد، لیکن، با تجاوز میزان مالکیت درونی از ۳۰٪، این ارتباط مثبت می‌شود.

فروغی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی میزان و نحوه تأثیرگذاری سهامداران نهادی (نوع ساختار مالکیت) و نیز سهام مدیریتی (میزان مشارکت سهامداران در مدیریت

1.Farinha

۶..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره دوازدهم، زمستان ۱۳۹۰

شرکت) بر سیاست‌های تقسیم سود ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۵ پرداختند. نتایج حاصل از پیاده‌سازی چهار مدل رگرسیون خطی چند متغیره شامل مدل تعدیل کامل، مدل تعدیل جزئی، مدل واد و مدل روند سود، بیانگر این بود که میزان سهام مدیریتی شرکت بر سیاست‌های تقسیم تاثیر مثبت و معناداری دارد، در حالی که سهامداران نهادی تاثیرگذاری معناداری بر سیاست‌های تقسیم سود ندارند.

علوی طبری و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین کیفیت سود و سود تقسیمی شرکت‌ها پرداختند و با بکارگیری چهار معیار کیفیت سود، با استفاده از نمونه‌ای شامل ۸۵ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۵، به این نتیجه رسیدند که با معیار تجدید ارائه صورت سود و زیان، شرکت‌هایی که کیفیت سود بالاتر دارند سود تقسیمی را در زمان مقرر پرداخت نمی‌کنند؛ با معیار وجود اقلام استثنایی، شرکت‌هایی که کیفیت سود بالاتر دارند سود تقسیمی بیشتری را پرداخت می‌کنند. همچنین نتایج این تحقیق بیانگر آن است که هیچ‌کدام از چهار معیار کیفیت سود با تغییرات سود تقسیمی رابطه معنادار ندارند.

پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷) با بررسی نمونه‌ای متشکل از ۱۲۴ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۴ به این نتیجه رسیدند که مهمترین عامل تعدیل‌کننده خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، وضعیت نقدینگی شرکت است. همچنین، نتایج بیانگر این است که بین وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و درصد توزیع سود نیز ارتباط معنادار مثبت وجود دارد؛ اما ثبات سودآوری شرکت و درجه اهرم مالی در تعیین خط مشی تقسیم سود نقشی ندارد. جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) به شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در پژوهش آن‌ها، اطلاعات مربوط به ۶۳ شرکت طی سال‌های ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۲، با استفاده از روش‌های آماری مبتنی بر رگرسیون، تحلیل گردید. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر این بود که سیاست تقسیم سود شرکت‌های مورد بررسی از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین، با

تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود..... ۷

توجه به تأیید نظریه پیام‌رسانی، انتظار می‌رود که اگر شرکتی از رشد سود بالایی (پایینی) برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پایین) باشد. اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت نیز، از دیگر مواردی بودند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت‌های مورد بررسی، ایفای نقش کردند.

اعتمادی و چالاکی (۱۳۸۴) با بررسی رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در ۱۰۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ به این نتیجه رسیدند که بدون توجه به نوع صنعت رابطه معناداری بین عملکرد و تقسیم سود نقدی وجود دارد.

بهرام‌فر و مهرانی (۱۳۸۳) با استفاده از نمونه‌ای شامل ۳۷ شرکت طی سال‌های ۱۳۷۰ الی ۱۳۸۰، رابطه بین سود تقسیمی، سود هر سهم و سرمایه‌گذاری را بررسی نمودند. تحلیل‌های انجام شده در سطح شرکتی و داده‌های ترکیبی، رابطه سود تقسیمی، سود هر سهم و سود پیش‌بینی شده را مورد تأیید قرار داد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

به منظور بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر نسبت تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فرضیه‌های پژوهش به دو گروه اصلی به شرح زیر طبقه‌بندی می‌شود:

۳-۱- بر اساس ساختار مالکیت

مالکیت نهادی: مطابق با فرضیه جایگزینی، اعتقاد بر این است که با افزایش سهامداران نهادی و کاهش هزینه‌های نمایندگی خط مشی تقسیم سود نقش کمتری را در کاهش تعارضات نمایندگی ایفا می‌کند؛ اگرچه، در صورتی که، نقش کنترلی این سهامداران ناکافی باشد یا هزینه نظارتی زیادی را متحمل شوند می‌توان از خط مشی تقسیم سود به عنوان ابزاری در جهت کاهش تعارضات نمایندگی استفاده کرد (عبدالسلام، ۲۰۰۸: ۹۵۷).

۸..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره دوازدهم، زمستان ۱۳۹۰

فرضیه اول: «بین درصد مالکیت نهادی و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.»
مالکیت مدیریتی: از یک سو این اعتقاد وجود دارد که افزایش درصد مالکیت مدیریتی باعث افزایش میزان سود پرداختی می شود، زیرا پرداخت سود منافع زیادی را نصیب مدیران خواهد کرد؛ از سوی دیگر اعتقاد بر این است که با افزایش درصد مالکیت مدیریتی هزینه های نمایندگی کاهش می یابد و از این رو شرکت ها نیازی به افزایش اعتبار از طریق تقسیم سود ندارند (النجار و حسینی، ۲۰۰۹: ۱۰).

فرضیه دوم: «بین درصد مالکیت مدیریتی و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.»
مالکیت خانوادگی: با افزایش مالکیت خانوادگی، عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع میان مدیران و مالکان کاهش می یابد و مطابق با فرضیه جایگزینی میزان سود تقسیمی کاهش می یابد (گوگلر، ۲۰۰۳: ۱۳۰۱).

فرضیه سوم: «بین درصد مالکیت خانوادگی و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.»

تمرکز مالکیت: تمرکز مالکیت با کاهش هزینه های نمایندگی، انگیزه شرکت ها برای پرداخت سود را کاهش می دهد (گوگلر، ۲۰۰۳: ۱۳۰۰).

فرضیه چهارم: «بین تمرکز مالکیت و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.»

۳-۲- بر اساس ترکیب هیأت مدیره

هیأت مدیره نقش مهمی را در کنترل رفتار مدیریت ایفا می کند. برخی شواهد حاکی از آن است که، مطابق با فرضیه جایگزینی، ارتباط منفی معناداری بین درصد مدیران غیرموظف و استقلال هیأت مدیره و میزان تقسیم سود وجود دارد و عده ای نیز معتقدند که بین درصد مدیران غیرموظف و استقلال هیأت مدیره و میزان تقسیم سود رابطه مثبت معناداری وجود دارد، زیرا با وجود استقلال رئیس هیأت مدیره از مدیرعامل و افزایش درصد مدیران غیرموظف، حمایت از منافع سهامداران افزایش می یابد (النجار و حسینی، ۲۰۰۹: ۷-۶).

فرضیه پنجم: «بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و نسبت تقسیم سود،

تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود..... ۹

ارتباط معناداری وجود دارد.»

فرضیه ششم: «بین استقلال رئیس هیأت مدیره از مدیر عامل و نسبت تقسیم سود،

ارتباط معناداری وجود دارد.»

۴- جامعه و نمونه آماری

این پژوهش از نوع پژوهش‌های نیمه تجربی و پس رویدادی است و با استفاده از اطلاعات گذشته انجام می‌شود. دوره زمانی این پژوهش ۵ سال، از سال ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ و جامعه آماری این پژوهش متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا ابتدای سال ۱۳۸۳، شامل ۳۸۳ شرکت است. شرکت‌های مورد بررسی به روش حذفی و براساس معیارهای زیر انتخاب شده‌اند:

۱. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
 ۲. طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ تغییر سال مالی نداشته باشد.
 ۳. به دلیل ماهیت خاص فعالیت، جز صنعت بانک‌ها و موسسات مالی نباشد.
 ۴. سهام شرکت در طول اسفند ماه هر سال حداقل یک بار معامله شده باشد و
 ۵. کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز، از جمله یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، در دسترس باشد.
- با توجه به معیارهای ذکر شده، تعداد ۱۰۶ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ برای انجام این پژوهش انتخاب شده است.

۵- نحوه جمع‌آوری داده‌ها

برای گردآوری اطلاعات نظری پژوهش از نشریات و کتب موجود در کتابخانه و همچنین پایگاه‌های اطلاعاتی در دسترس استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل، از اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده و تصمیمات مجمع عمومی عادی شرکت‌ها استخراج شده است. به این منظور بخش عمده‌ای از اطلاعات

۱۰..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره دوازدهم، زمستان ۱۳۹۰

از طریق پایگاه اطلاعاتی متعلق به مرکز مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین بانک اطلاعاتی این سازمان دریافت گردید و سایر اطلاعات نیز از نسخه دوم نرم افزار تدبیرپرداز استخراج شده است.

۶- متغیرهای پژوهش

۶-۱- متغیر وابسته

نسبت سود تقسیمی: عبارت است از حاصل تقسیم سود تقسیمی هر سهم (DPS) به درآمد هر سهم (EPS).

۶-۲- متغیرهای مستقل

مالکیت نهادی: عبارت است از درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران نهادی.
مالکیت مدیریتی: عبارت است از درصد سهام نگهداری شده به وسیله اعضای هیئت مدیره.

مالکیت خانوادگی: عبارت است از درصد سهام نگهداری شده به وسیله اعضای یک خانواده.

تمرکز مالکیت: عبارت است از مجموع درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران عمده (بالای پنج درصد).

درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره: عبارت است از نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره.

استقلال رئیس هیأت مدیره از مدیرعامل: عبارت است از یک متغیر دو وجهی که شامل یکسان بودن رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل (عدد یک)، و یکسان نبودن آن‌ها (عدد صفر) است.

۶-۳- متغیرهای کنترل

اهرم مالی: عبارت است از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.

تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود..... ۱۱

اندازه شرکت: عبارت است از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان دوره. بازده حقوق صاحبان سهام: عبارت است از نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل حقوق صاحبان سهام شرکت.

خالص جریانهای نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی: عبارت است از جریانهای نقدی عملیاتی که از صورت جریانهای نقدی شرکت‌های مورد بررسی استخراج شده است. عمر شرکت: عبارت است از لگاریتم طبیعی سال‌های عمر شرکت از ابتدای تأسیس. رشد شرکت: عبارت است از نسبت Q -توبین، که برابر است با مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌های شرکت، تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

۷- روش‌های آماری آزمون فرضیه‌ها

متغیرهای معرفی شده در این پژوهش از دو جنبه متفاوت، از یک سو در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ بررسی می‌شوند. راه حل پیشنهاد شده در چنین مواردی، استفاده از داده‌های ترکیبی و برآورد الگوی مورد نظر بر اساس مجموعه جدید تشکیل شده است. داده‌های ترکیبی، دارای دو بعد هستند که یک بعد آن مربوط به واحدهای مختلف در هر مقطع زمانی خاص است و بعد دیگر آن مربوط به زمان است (گجراتی^۱، ۱۹۹۵: ۶۴). چارچوب کلی داده‌های ترکیبی به صورت رابطه ۱ می‌باشد (بالتاجی^۲، ۲۰۰۵: ۱۲-۱۱):

(۱)

$$Y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + U_{it}$$

$$i = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, T$$

Y_{it} : متغیر وابسته در واحد مقطعی i در زمان t ,

1. Gujarati

2. Baltagi

α : مقدار ثابت،

X'_{it} : متغیرهای مستقل مربوط به واحد مقطعی i در زمان t ،

β : ضرایب متغیرهای مستقل و

U_{it} : خطای مدل است.

لازم به ذکر است که مدل‌های رگرسیون این پژوهش به روش اثرات ثابت برآورد شده است. مدل اثرات ثابت مدلی است که در آن عرض از مبدأ بین واحدها تغییر می‌کند، به طوری که در این مدل عرض از مبدأ هر واحد از واحد دیگر متفاوت است. اما عرض از مبدأ هر واحد طی زمان ثابت است (ابراهیمی، ۱۳۸۸: ۱۰۸). همچنین، برای محاسبات اولیه داده‌ها از نرم‌افزار اکسل نسخه ۲۰۰۷ و به منظور انجام آزمون‌های آماری و تجزیه و تحلیل نهایی نیز، از نرم‌افزار Eviews نسخه ۵ استفاده شده است.

۸- تجزیه و تحلیل یافته‌ها

فرضیه اول: بین درصد مالکیت نهادی و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.

جدول ۱، نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه اول را نشان می‌دهد. همانطور که ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری حاصل از این آزمون، نشان می‌دهد که کل مدل رگرسیون، در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. لیکن، توجه به آماره‌های t و سطوح معناداری مربوط به ضرایب جزئی مدل، بیانگر این است که ضریب متغیر مالکیت نهادی، از لحاظ آماری معنادار نیست. از بین متغیرهای تعدیل‌کننده نیز، تنها متغیر اندازه شرکت دارای ارتباط معنادار مثبتی با نسبت تقسیم سود است. بنابراین، فرضیه اول این پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد.

جدول ۱- نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه اول

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
مالکیت نهادی		۰/۰۰۲	-۰/۱۲۹	۰/۸۹۷
بازده حقوق صاحبان سهام	۵/۶۰۰	۰/۰۰۱	-۰/۱۷۶	۰/۸۶۰
وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	-۰/۰۰۴	۳/۷۷۰	۱/۴۸۴	۰/۱۳۸
اهرم مالی	-۰/۰۳۴	۰/۰۷۶	-۰/۰۶۲	۰/۹۵۰
رشد شرکت	۰/۱۰۱	۰/۰۳۹	-۰/۸۶۳	۰/۳۸۸
اندازه شرکت	۰/۲۷۰	۰/۰۴۹	۲/۰۵۱	۰/۰۴۰
عمر شرکت	۰/۳۶۱	۰/۲۶۷	-۱/۰۰۹	۰/۳۱۳
مقدار ثابت		۱/۰۸۵	۰/۳۳۲	۰/۷۴۰
ضریب تعیین		%۴۵/۰۰	آماره F	۳/۰۴۷
ضریب تعیین تعدیل شده		%۳۰/۲۴	معناداری	۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون		۲/۴۴	آماره F	

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه دوم: بین درصد مالکیت مدیریتی و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد. بررسی نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه دوم که در جدول ۲ ارائه شده است، بیانگر این است که فرضیه دوم این پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته نمی‌شود. همانطور که ملاحظه می‌شود، علی‌رغم معنادار بودن کلی مدل رگرسیون، بین درصد مالکیت مدیریتی و نسبت تقسیم سود ارتباط معناداری وجود ندارد. لازم به توضیح است که تنها متغیر اندازه شرکت دارای ارتباط معنادار مثبت با نسبت تقسیم سود است. **فرضیه سوم:** بین درصد مالکیت خانوادگی و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.

جدول ۲- نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه دوم

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
۰/۵۵۲	-۰/۵۹۵	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۲	مالکیت مدیریتی
۰/۸۶۹	-۰/۱۶۵	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	بازده حقوق صاحبان سهام
۰/۱۴۳	۱/۴۶۸	۳/۷۷۰	۵/۵۴۰	وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی
۰/۹۸۵	۰/۰۱۸	۰/۰۷۷	۰/۰۰۱	اهرم مالی
۰/۳۸۱	-۰/۸۷۷	۰/۰۳۹	-۰/۰۳۵	رشد شرکت
۰/۰۳۸	۲/۰۸۰	۰/۰۵۰	۰/۱۰۳	اندازه شرکت
۰/۳۳۲	-۰/۹۷۱	۰/۲۶۸	-۰/۲۶۰	عمر شرکت
۰/۷۸۳	۰/۲۷۶	۱/۰۹۰	۰/۳۰۱	مقدار ثابت
۳/۰۵۳	آماره F	٪۴۵/۰۵		ضریب تعیین
۰/۰۰۰	معناداری	٪۳۰/۲۹		ضریب تعیین تعدیل شده
	آماره F	۲/۴۴		آماره دوربین واتسون

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که جدول ۳ نشان می‌دهد، مقادیر معناداری بدست آمده از آزمون فرضیه سوم بیانگر این است که بین درصد مالکیت خانوادگی و نسبت تقسیم سود ارتباط معناداری وجود ندارد. از بین متغیرهای تعدیل‌کننده نیز، تنها متغیر اندازه شرکت دارای ارتباط معنادار مثبتی با نسبت تقسیم سود است. بنابراین، فرضیه سوم این پژوهش نیز در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته نمی‌شود.

جدول ۳- نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه سوم

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
۰/۴۸۰	-۰/۷۰۶	۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	مالکیت خانوادگی
۰/۸۵۶	-۰/۱۸۱	۰/۰۰۱	۵/۵۴۰	بازده حقوق صاحبان سهام
۰/۱۴۲	۱/۴۷۱	۳/۷۷۰	۰/۰۰۰	وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی
۰/۹۹۹	۰/۰۰۲	۰/۰۷۷	-۰/۰۳۵	اهرم مالی
۰/۳۷۵	-۰/۸۸۹	۰/۰۳۹	۰/۱۰۶	رشد شرکت
۰/۰۳۵	۲/۱۱۷	۰/۰۵۰	۰/۲۴۹	اندازه شرکت
۰/۳۵۵	-۰/۹۲۶	۰/۲۶۹	۰/۲۴۵	عمر شرکت
۰/۸۲۴	۰/۲۲۳	۱/۰۹۷		مقدار ثابت
۳/۰۵۵	آماره F	٪۴۵/۰۷		ضریب تعیین
۰/۰۰۰	معناداری	٪۳۰/۳۱		ضریب تعیین تعدیل شده
	آماره F	۲/۴۴		آماره دوربین واتسون

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه چهارم: بین تمرکز مالکیت و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم در جدول ۴ ارائه شده است. همانطور که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری آماره F بیانگر این است که مدل ارائه شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. همچنین، مقادیر معناداری مربوط به ضرایب جزئی نیز بیانگر این است که در شرکت‌های مورد بررسی، تمرکز مالکیت دارای ارتباط معنادار منفی با نسبت تقسیم سود است. مقدار ضریب تعیین مدل نیز بیانگر این است که متغیرهای تمرکز مالکیت و اندازه شرکت، ۴۶/۲۸٪ از تغییرات در نسبت تقسیم سود را توضیح می‌دهند.

جدول ۴- نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه چهارم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
تمرکز مالکیت	-۰/۰۱۱	۰/۰۰۳	-۳/۱۵۱	۰/۰۰۱
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	-۰/۱۱۷	۰/۹۰۷
وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	۵/۳۳۰	۳/۷۳۰	۱/۴۳۱	۰/۱۵۳
اهرم مالی	-۰/۰۰۳	۰/۰۷۶	-۰/۰۳۸	۰/۹۷۰
رشد شرکت	-۰/۰۳۴	۰/۰۳۹	-۰/۸۷۱	۰/۳۸۴
اندازه شرکت	۰/۰۹۸	۰/۰۴۹	۱/۹۸۸	۰/۰۴۷
عمر شرکت	-۰/۲۵۴	۰/۲۶۴	-۰/۹۶۵	۰/۳۳۵
مقدار ثابت	۱/۱۴۱	۱/۱۰۱	۱/۰۳۶	۰/۳۰۱
ضریب تعیین	٪۴۶/۲۸		آماره F	۳/۲۰۸
ضریب تعیین تعدیل شده	٪۳۱/۸۶		معناداری	۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون	۲/۴۶		آماره F	

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه پنجم: بین درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم که در جدول ۵ ارائه شده است، بیانگر این است که درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره دارای ارتباط معنادار مثبتی با نسبت تقسیم سود است. مقدار آماره F نیز بیانگر این است که کل مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. همچنین مقدار ضریب تعیین مدل، نشان می‌دهد که درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره، ۴۶/۹۱٪ از تغییرات نسبت تقسیم سود را توضیح می‌دهد. بنابراین، فرضیه پنجم پژوهش نیز در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می‌شود.

فرضیه ششم: بین استقلال رئیس هیأت‌مدیره از مدیر عامل و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود دارد.

جدول ۵- نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه پنجم

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
۰/۰۰۰	۳/۸۷۱	۰/۲۳۳	۰/۹۰۰	درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره
۰/۹۷۸	-۰/۰۲۸	۰/۰۰۱	۳/۷۱۰	بازده حقوق صاحبان سهام
۰/۰۸۶	۱/۷۱۹	۳/۷۱۰	۶/۳۸۰	وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی
۰/۸۶۲	-۰/۱۷۴	۰/۰۷۵	۰/۰۱۳	اهرم مالی
۰/۷۱۰	-۰/۳۷۳	۰/۰۳۹	۰/۰۱۵	رشد شرکت
۰/۰۵۴	۱/۹۳۱	۰/۰۴۹	۰/۰۹۴	اندازه شرکت
۰/۴۷۵	-۰/۷۱۵	۰/۲۶۳	۰/۱۸۸	عمر شرکت
۰/۶۲۰	-۰/۵۰۰	۱/۰۹۲	۰/۵۴۶	مقدار ثابت
۳/۲۹۰	آماره F	٪۴۶/۹۱		ضریب تعیین
۰/۰۰۰	معناداری	٪۳۲/۶۶		ضریب تعیین تعدیل شده
	آماره F	۲/۴۵		آماره دوربین واتسون

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۶، نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه ششم را نشان می‌دهد. همانطور که ملاحظه می‌شود، مقادیر معناداری مربوط به ضرایب جزئی مدل بیانگر این است که بین استقلال هیأت مدیره و نسبت تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود ندارد و تنها متغیر اندازه شرکت دارای ارتباط معنادار مثبتی با نسبت تقسیم سود است. بنابراین فرضیه ششم این پژوهش، در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته نمی‌شود. در نهایت کلیه متغیرهای مورد بررسی، در مدل رگرسیون چند متغیره وارد شده است که جدول ۷، نتایج آماری حاصل از آزمون مدل مذکور را نشان می‌دهد.

جدول ۶- نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه ششم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
استقلال هیأت مدیره	۰/۰۵۷	۰/۳۲۰	۰/۱۷۸	۰/۸۵۶
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	-۰/۱۷۷	۰/۸۶۰
جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	۵/۶۰۰	۳/۷۷۰	۱/۴۸۵	۰/۱۳۸
اهرم مالی	-۰/۰۰۳	۰/۰۷۷	-۰/۰۴۴	۰/۹۶۵
رشد شرکت	-۰/۰۳۵	۰/۰۳۹	-۰/۸۷۹	۰/۳۸۰
اندازه شرکت	۰/۱۰۳	۰/۰۵۰	۲/۰۶۵	۰/۰۴۰
عمر شرکت	-۰/۲۷۴	۰/۲۶۶	-۱/۰۲۷	۰/۳۰۵
مقدار ثابت	۰/۳۴۸	۱/۰۸۷	۰/۳۲۰	۰/۷۴۹
ضریب تعیین	%۴۵/۰۰		آماره F	۳/۰۴۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۳۰/۲۴		معناداری	۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون	۲/۴۴		آماره F	

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که ملاحظه می‌شود، مقدار معناداری آماره F بیانگر این است که کل مدل رگرسیون، در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. از بین کلیه متغیرهای مورد بررسی نیز، متغیر تمرکز مالکیت دارای ارتباط معنادار منفی، و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره دارای ارتباط معنادار مثبت با نسبت تقسیم سود است. همچنین، ضریب تعیین ارائه شده بیانگر این است که ۴۸/۲۹٪ از تغییرات در نسبت تقسیم سود، توسط متغیرهای مورد بررسی توضیح داده می‌شود. بنابراین، نتایج این پژوهش بیانگر این است که برخی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر نسبت تقسیم سود شرکت‌های مورد بررسی موثر هستند.

جدول ۷- نتایج آماری حاصل از آزمون مدل کلی

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
۰/۷۲۷	-۰/۳۴۹	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	مالکیت نهادی
۰/۵۸۶	۰/۵۴۶	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	مالکیت مدیریتی
۰/۳۸۰	-۰/۸۷۸	۰/۰۰۶	۰/۰۰۵	مالکیت خانوادگی
۰/۰۰۱	-۳/۱۹۰	۰/۰۰۳	۰/۰۱۱	تمرکز مالکیت
۰/۰۰۰	۳/۹۰۷	۰/۲۳۱	۰/۹۰۳	درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره
۰/۸۶۳	۰/۱۷۲	۰/۳۱۲	۰/۰۵۴	استقلال هیأت مدیره
۰/۹۹۵	۰/۰۰۶	۰/۰۰۱	۷/۵۷۰	بازده حقوق صاحبان سهام
۰/۱۰۰	۱/۶۴۶	۳/۶۹۰	۶/۰۷۰	وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی
۰/۸۶۲	-۰/۱۷۴	۰/۰۷۵	۰/۰۱۳	اهرم مالی
۰/۷۰۷	-۰/۳۷۶	۰/۰۳۹	۰/۰۱۵	رشد شرکت
۰/۰۵۴	۱/۹۳۵	۰/۰۴۹	۰/۰۹۵	اندازه شرکت
۰/۶۳۱	-۰/۴۸۰	۰/۲۶۸	۰/۱۲۹	عمر شرکت
۰/۹۳۰	۰/۰۸۸	۱/۱۲۹	۰/۰۹۹	مقدار ثابت
۳/۲۸۸	آماره F	٪۴۸/۲۹		ضریب تعیین
۰/۰۰۰	معناداری	٪۳۳/۶۱		ضریب تعیین تعدیل شده
	آماره F	۲/۴۷		آماره دوربین واتسون

*منبع: یافته‌های پژوهشگر

۹- بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش، تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر نسبت تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و نسبت تقسیم سود وجود ندارد که این نتیجه مطابق با نتیجه پژوهش فروغی و همکاران

۲۰..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره دوازدهم، زمستان ۱۳۹۰

(۱۳۸۸) و مغایر با یافته‌های پژوهش عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) می‌باشد. یافته‌های آزمون فرضیه دوم بیانگر نبود رابطه معنادار بین مالکیت مدیریتی و نسبت سود تقسیمی است که با نتایج پژوهش‌های فروغی و همکاران (۱۳۸۸) و ژانگ (۲۰۰۸) مغایرت دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نیز بیانگر این است که رابطه معناداری بین مالکیت خانوادگی و نسبت سود تقسیمی وجود ندارد که مغایر با نتایج پژوهش گوگلر (۲۰۰۳) می‌باشد. یافته‌های آزمون فرضیه چهارم بیانگر این است که مطابق با پژوهش فارینها (۲۰۰۳)، متغیر تمرکز مالکیت، دارای ارتباط معنادار منفی با نسبت تقسیم سود می‌باشد که موید فرضیه جانشینی است. از این رو می‌توان به این نتیجه رسید که تمرکز مالکیت با بهبود نظم مالی و همگرایی منافع بین مدیران و سهامداران و از این رو، کاهش هزینه‌های نمایندگی انگیزه شرکت‌ها برای پرداخت سود را کاهش می‌دهد، زیرا در غیاب تضادهای نمایندگی، سهامداران به اندازه کافی اطمینان دارند که جریان‌های نقدی شرکت به گونه‌ای صحیح استفاده می‌شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم نشان می‌دهد که درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره دارای ارتباط معنادار مثبت با نسبت تقسیم سود است که بیانگر نقش اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره در حمایت از حقوق سهامداران است. نتایج این پژوهش بر خلاف نتایج پژوهش عبدالنجار و حسینی (۲۰۰۹) است. در نهایت نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین استقلال هیأت‌مدیره و نسبت سود تقسیمی وجود ندارد که مغایر با نتایج پژوهش کلمن (۲۰۰۷) می‌باشد.

بر مبنای یافته‌های پژوهش می‌توان به سرمایه‌گذاران توصیه نمود که در تشکیل پرتفوی خود، علاوه بر سود تقسیمی به ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی نیز توجه کافی مبذول دارند. نتایج این پژوهش در تدوین و تصویب آیین‌نامه نظام راهبری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران نیز قابل استفاده است.

با توجه به اینکه بانک‌ها و سایر شرکت‌های واسطه‌گری مالی از نمونه پژوهش حذف شده بودند، به پژوهشگران آینده نیز پیشنهاد می‌شود که تاثیر ساز و کارهای

تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود..... ۲۱

نظام راهبری شرکتی بر نسبت تقسیم سود در این گروه از شرکت‌ها را بررسی کنند. همچنین پیشنهاد می‌شود موضوع این پژوهش با لحاظ نمودن نوع صنعت و تفکیک نمونه مورد بررسی براساس اندازه شرکت، مجدداً مورد بررسی قرار گیرد.

Archive of SID

منابع

- ابراهیمی، شهلا، (۱۳۸۸)، بررسی تاثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز.
- اعتمادی، حسین، پری چالاکی، (۱۳۸۴)، رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۷-۱۳۸۱، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۳۹: ۳۱-۴۷.
- بهرام‌فر، نقی، کاوه مهرانی، (۱۳۸۳)، رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۶: ۲۷-۴۶.
- جهانخانی، علی، سعید قربانی، (۱۳۸۴)، شناسایی و تعیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، دوفصلنامه تحقیقات مالی، سال هفتم، شماره ۲۰: ۲۷-۴۸.
- پورحیدری، حیدر، محمد خاکساری، (۱۳۸۷)، بررسی عوامل تعیین‌کننده خط مشی تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله توسعه و سرمایه، سال اول، شماره ۲، پاییز و زمستان: ۱۸۳-۲۰۰.
- علوی طبری، سید حسین، ویدا مجتهدزاده، غلامرضا سلیمانی امیری، یلدا عاملی، (۱۳۸۸)، رابطه کیفیت سود و سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۶: ۹۳-۱۰۶.
- فروغی، داریوش، علی سعیدی، محسن اژدر، (۱۳۸۸)، تاثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود، فصلنامه تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره دوم: ۱۱۴-۱۲۹.

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*, Vol. 34, No. 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*, 37(5) & (6): PP.. 648–667.

Al-Najjar, B. and Hussainey, K . (2009), "The Association between Dividend Payout and Outside Directorships", *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 10, No. 1: PP. 4-19.

Baltagi, B. H. (2005), "Econometric Analysis of Panel Data", 3rd edition. Great Britain. John Wiley & Sons Ltd.

Coleman, A. K.(2007), "Corporate Governance and Shareholder Value Maximization: An African Perspective", *African Development Bank*, PP. 350- 367.

Easterbrook, F. (1984), "Two Agency Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, Vol. 74: PP. 650-659.

Farinha, J. (2003), "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: an Empirical Analysis", *Journal of Business, Finance & Accounting*: PP.1173- 1209.

Francis, B; Hasan, I; John, K; Song, L. (2011), "Corporate Governance and Dividend Payout Policy: A Test Using Antitakeover Legislation", *Financial Management*: PP. 83 – 112.

Gugler, K. (2003), "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment", *Journal of Banking & Finance*: PP. 1297–1321

Gujarati, N. D. (1995), "Basic Econometrics", Furth edition, McGraw-Hill International Editions: Economic Series.

Jensen, M.C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76: PP. 323-9.

Kowalewski, O. and Stetsyuk, I, Talavera, O. (2008), "Does Corporate Governance Determine Dividend Payouts in Poland?", *Post-Communist Economies*, Vol. 20, No. 2: PP.203–218.

Zhang, H. (2008), "Corporate Governance and Dividend Policy: A Comparison of Chinese Firms Listed in Hong Kong and in the Mainland", *China Economic Review*: PP. 437–459.

Archive of SID