

تأثیر ترکیب هیئت‌مدیره و سایر عوامل منتخب بر خط‌مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

داریوش فروغی*، زهرا اولادحسین**

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۲/۲۹

تاریخ تصویب: ۱۳۹۰/۷/۱۹

چکیده

سود تقسیمی یکی از موضوعاتی است که از دیرباز مورد توجه پژوهشگران مالی و حسابداری بوده است. برای پرداخت کردن یا نکردن سود نقدی دلایل زیادی وجود دارد. کشف و شناسایی دقیق این عوامل می‌تواند برای مدیران و سهامداران شرکت‌ها مفید واقع شود. از این رو، هدف پژوهش حاضر عرضه‌نگرشی جدید نسبت به اهمیت، کمیت و کیفیت سیاست‌های تقسیم سود است. همچنین، تأثیر ترکیب هیئت‌مدیره، بازده دارایی‌ها، جریان نقد آزاد هر سهم، ساختار دارایی‌ها، ریسک تجاری، اندازه شرکت، فرصت‌های رشد و سطح بدهی بر نسبت سود تقسیمی و احتمال پرداخت سود نقدی بررسی خواهد شد. نمونه پژوهش شامل ۱۰۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ است. روش‌های آماری مورد استفاده نیز شامل مدل رگرسیون توپیت و مدل رگرسیون لاجیت، به روش داده‌های ترکیبی است. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر این است که از بین عوامل مورد نظر، اندازه شرکت، فرصت‌های رشد و سطح بدهی، بر نسبت سود تقسیمی و احتمال پرداخت سود نقدی تأثیر معناداری دارد و سایر متغیرها بر نسبت سود تقسیمی و احتمال پرداخت سود نقدی تأثیر معناداری ندارند.

* استادیار حسابداری دانشگاه اصفهان، ایران؛ نویسنده مسئول (d_froghi@hotmail.com)

** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه اصفهان، ایران (zahraoladhosein@yahoo.com)

واژه‌های کلیدی: اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، نسبت تقسیم سود، نظام راهبری شرکتی، مدل رگرسیون توییت، مدل رگرسیون لاجیت.

کد طبقه‌بندی JEL: G32

مقدمه

در ادبیات مالی، برای توضیح و تبیین خط‌مشی تقسیم سود از الگوهای نظری گوناگونی استفاده شده است. الگوی پیام‌رسانی که یکی از الگوهای مطرح در مباحث مالی است، بیان می‌کند که مدیران نسبت به سایر افراد برون‌سازمانی، درباره جریان‌های وجه نقد آتی اطلاعات بیشتری دارند و برای مخابره این اطلاعات به استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی دارای انگیزه لازم هستند. تغییرات غیرمنتظره در خط‌مشی تقسیم سود، به‌منزله ابزاری برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان استفاده می‌شود (Gogler, 2003, pp.1297-1321).

مقوله تقسیم سود، از منظر نظریه نمایندگی نیز بحث‌پذیر است. در این نظریه، از خط‌مشی تقسیم سود به‌منزله ابزاری برای هم‌جهت کردن منافع مدیران و سهامداران استفاده می‌شود. چراکه با پرداخت سود نقدی به سهامداران، از یک سو، جریان‌های نقد آزاد و امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیربهبینه کاهش می‌یابد و از سوی دیگر، مدیران در معرض نظارت مکرر بازار سرمایه قرار می‌گیرند. از این رو، می‌شود از خط‌مشی تقسیم سود به‌مثابه یکی از سازوکارهای تقلیل تضاد نمایندگی استفاده کرد (Al-Najjar, 2009, p.4).

از سوی دیگر، ساختار نظام راهبری شرکتی نیز به‌منزله سازوکارهایی برای تقلیل تضاد نمایندگی و هزینه‌های ناشی از شکل‌گیری رابطه نمایندگی مطرح می‌شود. یکی از انواع سازوکارهای کنترلی مؤثر بر نظام راهبری شرکت، هیئت‌مدیره است. حضور مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنها در مقام افرادی مستقل، باعث افزایش کیفیت نظارت بر عملکرد مدیریت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه، کاهش تضاد نمایندگی بین سهامداران و مدیران می‌شود. بنابراین، تعداد مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره و سیاست‌های تقسیم سود به‌منزله روش‌های جانشین عمل می‌کنند.

عامل مهم دیگری که بر خط‌مشی تقسیم سود اثر می‌گذارد، بازده دارایی‌ها است که به‌مثابه توانایی شرکت برای ایجاد سود تعریف می‌شود. طبق نظریه پیام‌رسانی خط‌مشی تقسیم سود، شرکت‌های سود آور به پرداخت سود تقسیمی بیشتری تمایل دارند؛ زیرا این عامل بیانگر عملکرد مالی خوب آنهاست. عامل دیگر جریان نقد آزاد هر سهم است که نشان‌دهنده وضعیت نقدینگی شرکت و میزانی است که هر شرکت می‌تواند تعهدات خود را ادا کند. طبق نظریه پیام‌رسانی، شرکت‌هایی که نقدینگی بالاتری دارند، نسبت به شرکت‌هایی که وجه نقد کافی در اختیار ندارند، سود بیشتری به سهامداران پرداخت می‌کنند. عامل دیگری که بر خط‌مشی تقسیم سود اثر می‌گذارد، ساختار دارایی‌هاست. هنگامی که بخش بیشتری از دارایی‌های شرکت به صورت دارایی‌های ثابت مشهود است، دارایی‌های کوتاه‌مدت کمتری در دسترس بانک‌ها قرار دارد تا در مقابل آنها قرض دهند. بنابراین، محدودیت‌های مالی بر عملیات شرکت‌ها تحمیل می‌شود و آنها سود نقدی کمتری پرداخت می‌کنند (ibid).

همچنین، هرچه ریسک تجاری شرکت بالاتر باشد، احتمال ورشکسته شدن شرکت بیشتر است؛ به همین دلیل احتمال پرداخت سود کاهش می‌یابد. عامل دیگری که بر خط‌مشی تقسیم سود تأثیر دارد، اندازه شرکت است. شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک، توان پرداخت سود بیشتری دارند. عامل مهم دیگر فرصت‌های رشد است. هرچه فرصت‌های رشد شرکت بیشتر باشد، به وجوه نقد بیشتری نیاز دارد. بنابراین، سود کمتری پرداخت می‌کند. عامل دیگر سطح بدهی شرکت است. از یک طرف، طبق نظریه نمایندگی، شرکت‌ها با نسبت بدهی پایین به پرداخت سود بیشتری تمایل دارند و از سوی دیگر، طبق نظریه پیام‌رسانی، شرکت‌ها پول قرض می‌کنند تا سود تقسیمی پرداخت کنند و از این طریق، به سرمایه‌گذاران اخبار خوبی انتقال دهند (ibid). با توجه به آنچه بیان شد، در این پژوهش سعی می‌شود عوامل اثرگذار بر نسبت سود تقسیمی تعیین شود.

متغیرهای مستقل این تحقیق، هشت متغیر: ۱. درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره؛ ۲. بازده دارایی‌ها؛ ۳. جریان نقد آزاد هر سهم؛ ۴. ساختار دارایی‌ها؛ ۵. ریسک تجاری؛ ۶. اندازه شرکت؛ ۷. فرصت‌های رشد؛ ۸. سطح بدهی است. متغیر وابسته نیز نسبت تقسیم سود و احتمال پرداخت سود است.

در این پژوهش، برای برآورد مدل رگرسیون توییت از متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی هر سهم، و برای برآورد مدل رگرسیون لاجیت از متغیر وابسته پرداخت یا عدم پرداخت سود نقدی استفاده می‌شود. از آنجا که شرکت‌ها یا سود تقسیمی صفر دارند یا سود تقسیمی مثبت، و باز به این دلیل که سود تقسیمی منفی بی‌معناست، در این پژوهش نیز، مطابق با پژوهش النجار و حسینی^۱ (۲۰۰۹)، برای بررسی عوامل مؤثر بر نسبت سود تقسیمی هر سهم (فرضیه‌های دسته اول) از معادله رگرسیونی توییت استفاده می‌شود.

در بسیاری از پژوهش‌ها، متغیر وابسته، پیوسته نبوده و ممکن است تنها دو نتیجه داشته باشد. برای مثال، فقط یکی از دو ارزش صفر یا یک را بپذیرد که ارزش یک به معنای وقوع حادثه و ارزش صفر به معنای عدم وقوع آن (یا برعکس) است. در این گونه موارد، از مدل رگرسیون لاجیت استفاده می‌شود. در این پژوهش، برای پرداخت یا عدم پرداخت سود نقدی، از طبقه‌بندی دوجهی استفاده می‌شود. به همین دلیل، مدل رگرسیون لاجیت بهترین مدلی است که منعکس‌کننده چنین تصمیمی است. شرکت‌ها هنگام تصمیم‌گیری درباره خط‌مشی تقسیم سودشان، با دو انتخاب روبه‌رو هستند: پرداخت و عدم پرداخت سود؛ به همین دلیل برای تجزیه و تحلیل این پژوهش از مدل لاجیت استفاده می‌شود. بنابراین، مطابق با یافته‌های پژوهش عبدالسلام و همکاران^۲ (۲۰۰۸) و النجار و حسینی (۲۰۰۹)، برای بررسی عوامل مؤثر بر پرداخت سود نقدی یا عدم پرداخت سود نقدی (فرضیه‌های دسته دوم) از معادله رگرسیونی لاجیت استفاده می‌شود.

پیشینه پژوهش

النجار و حسینی (۲۰۰۹) رابطه بین نسبت سود تقسیمی و درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره را بررسی کرده‌اند. نمونه مورد بررسی شامل ۴۰۰ شرکت انگلیسی، و بازه زمانی تحقیق، سال‌های ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۲ بود. نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان می‌داد که درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره با نسبت تقسیم سود ارتباط معناداری دارد. همچنین، نتایج بیانگر این بود که ساختار دارایی‌ها، ریسک تجاری، اندازه شرکت و سودآوری، بر نسبت تقسیم سود مؤثر است (Al-Najjar, 2009, pp.4-19).

در ایران نیز فروغی، سعیدی و اژدر (۱۳۸۸) میزان و نحوه تأثیرگذاری سهامداران نهادی (نوع ساختار مالکیت) و نیز سهام مدیریتی (میزان مشارکت سهامداران در مدیریت شرکت) بر سیاست‌های تقسیم سود ۱۰۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۵ بررسی کردند. نتایج به دست آمده بیانگر این است که میزان سهام مدیریتی شرکت بر سیاست‌های تقسیم تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ در حالی که سهامداران نهادی بر سیاست‌های تقسیم سود تأثیرگذاری معناداری ندارند (فروغی، ۱۳۸۸، صص ۲۲-۴۵).

فرضیه‌های پژوهش

این پژوهش دارای دو دسته فرضیه است. فرضیه‌های دسته اول به بررسی عوامل مؤثر بر نسبت تقسیم سود و فرضیه‌های دسته دوم به بررسی عوامل مؤثر بر احتمال پرداخت سود نقدی می‌پردازد.

فرضیه‌های دسته اول

- فرضیه اول:** در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین درصد مدیران غیر موظف هیئت‌مدیره و نسبت تقسیم سود رابطه وجود دارد.
- فرضیه دوم:** در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین معیار بازده دارایی‌ها و نسبت تقسیم سود رابطه وجود دارد.
- فرضیه سوم:** در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین معیار جریان نقد آزاد هر سهم و نسبت تقسیم سود رابطه وجود دارد.
- فرضیه چهارم:** در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین ساختار دارایی‌ها و نسبت تقسیم سود رابطه وجود دارد.
- فرضیه پنجم:** در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین ریسک تجاری و نسبت تقسیم سود رابطه وجود دارد.
- فرضیه ششم:** در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین اندازه شرکت و نسبت تقسیم سود رابطه وجود دارد.

فرضیه هفتم: در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین فرصت‌های رشد و نسبت تقسیم سود رابطه وجود دارد.

فرضیه هشتم: در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین سطح بدهی و نسبت تقسیم سود رابطه وجود دارد.

فرضیه‌های دسته دوم

فرضیه اول: در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره بر احتمال پرداخت سود تأثیر دارد.

فرضیه دوم: در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، معیار بازده دارایی‌ها بر احتمال پرداخت سود تقسیمی تأثیر دارد.

فرضیه سوم: در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، معیار جریان نقد آزاد هر سهم بر احتمال پرداخت سود تأثیر دارد.

فرضیه چهارم: در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، ساختار دارایی‌ها بر احتمال پرداخت سود تأثیر دارد.

فرضیه پنجم: در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، ریسک تجاری بر احتمال پرداخت سود تأثیر دارد.

فرضیه ششم: در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، اندازه شرکت بر احتمال پرداخت سود تأثیر دارد.

فرضیه هفتم: در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فرصت‌های رشد بر احتمال پرداخت سود تأثیر دارد.

فرضیه هشتم: در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، سطح بدهی بر احتمال پرداخت سود تأثیر دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش و ماهیت، توصیفی- علی است. برای تحلیل داده‌ها نیز از روش ترکیبی استفاده شده است. متغیرهای مستقل آن، هشت متغیر: ۱. درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره؛ ۲. بازده دارایی‌ها؛ ۳. جریان نقد آزاد هر سهم؛ ۴. ساختار دارایی‌ها؛ ۵. ریسک تجاری؛ ۶. اندازه شرکت؛ ۷. فرصت‌های رشد؛ ۸. سطح بدهی است. متغیر وابسته این پژوهش نیز سیاست‌های تقسیم سود است که با استفاده از دو معیار نسبت تقسیم سود و احتمال پرداخت سود نقدی اندازه‌گیری می‌شود.

از آنجا که در شرکت‌ها سود تقسیمی می‌تواند صفر یا عددی مثبت باشد و سود تقسیمی منفی بی‌معناست، در این پژوهش مطابق با پژوهش النجار و حسینی (۲۰۰۹)، از مدل رگرسیون توپیت استفاده شده است. در این مدل، اگر متغیر وابسته بزرگ‌تر یا مساوی صفر باشد، از رابطه یک استفاده می‌شود:

رابطه (۱)

$$D = \alpha + X\beta + \varepsilon$$

$D = \frac{DPS}{EPS}$ ، α مقدار ثابت مدل، β ضرایب متغیرهای مدل، X ماتریس متغیرهای

مستقل، و ε خطای مدل است. متغیرهای آن نیز عبارت‌اند از:

- نسبت مدیران غیرموظف: عبارت است از تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل اعضای آن؛
- نسبت بازده دارایی‌ها: عبارت است از جریان‌های نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی، تقسیم بر مجموع دارایی‌ها؛
- جریان نقد آزاد هر سهم: عبارت است از سود عملیاتی پس از مالیات، به اضافه هزینه‌های غیرنقدی پس از کسر افزایش در سرمایه در گردش، اموال، ماشین‌آلات، تجهیزات و سایر دارایی‌ها، تقسیم بر میانگین موزون تعداد سهام.
- نسبت ساختار دارایی‌ها: عبارت است از نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌های شرکت؛
- ریسک تجاری: عبارت است از میزان بتای سهم شرکت؛
- اندازه شرکت: عبارت است از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت؛

- نسبت فرصت‌های رشد: عبارت است از نسبت قیمت هر سهم به ارزش دفتری هر سهم؛
 - نسبت سطح بدهی: عبارت است از نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام.
 همچنین در این پژوهش، برای تصمیم به تقسیم کردن یا نکردن سود نقدی از طبقه‌بندی دووجهی استفاده شده است. در بین مدل‌های آماری، مدل رگرسیون لاجیت بهترین مدلی است که چنین تصمیمی را منعکس می‌کند (گجراتی، ۱۳۸۵، صص ۳۵-۵۶). استدلال پشتوانه استفاده از مدل لاجیت در تجزیه و تحلیل این پژوهش، این است که شرکت‌ها هنگام تصمیم‌گیری درباره خط‌مشی تقسیم سودشان، با دو انتخاب روبه‌رو هستند: ۱. پرداخت کردن سود؛ ۲. پرداخت نکردن سود. بنابراین، در پژوهش حاضر نیز مطابق با پژوهش عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) و النجار و حسینی (۲۰۰۹) از مدل لاجیت استفاده می‌شود. مدل کلی رگرسیون لاجیت چندمتغیره به شرح رابطه (۲) است.

رابطه (۲)

$$\ln\left(\frac{P}{1-P}\right) = \sum_{j=1}^T \beta_j X_{ij} + \varepsilon_{it}$$

در این رابطه:

- \ln : لگاریتم در پایه نپرین؛
- P : احتمال پرداخت سود؛
- $(1-P)$: احتمال عدم پرداخت سود؛
- β_j : ضرایب جزئی مدل؛
- X_{ij} : متغیرهای مستقل مدل که مانند متغیرهای فوق در مدل توییت است؛
- ε_{it} : خطای مدل.

جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را شامل می‌شود. روش نمونه‌برداری نیز روش حذف سیستماتیک است؛ لذا شرکت‌هایی که شرایط زیر را داشته‌اند، برای بازه زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۸ انتخاب شده‌اند.

- این شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۳، سهام آنها دست کم هر سه ماه یک بار مبادله شده باشد؛
 - از نظر افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها به پایان اسفندماه منتهی باشد و در سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۸۸ تغییر سال مالی نداشته باشد؛
 - تولیدی باشند و جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی نباشد؛
 - ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آنها در هیچ سالی منفی نباشد؛
 - تمام اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز، از جمله یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، در دسترس باشد؛
 - جزء شرکت‌های زیان‌ده نباشد.
- با اعمال این محدودیت‌ها، ۱۰۱ شرکت، در بازه زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۸ انتخاب شد.

یافته‌های پژوهش

نتایج برآورد مدل رگرسیون توبیت

خلاصه نتایج حاصل از برآورد معادله رگرسیون توبیت، با استفاده از روش داده‌های تابلویی - اثرات تصادفی و با استفاده از نرم‌افزار Stata در نگاره (۱) عرضه شده است. زمانی که از مدل رگرسیون توبیت چندمتغیره استفاده می‌شود، با استفاده از آزمون والد می‌توان معناداری کل مدل را تعیین کرد. بر اساس نتایج تخمین مدل، مقدار احتمال حاصل از آزمون، کمتر از ۵ درصد است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش معنادار است. در مدل رگرسیون توبیت، R^2 پایایی و اعتبار لازم را ندارد؛ به همین دلیل این معیار عرضه نشده و به جای آن آماره Log Likelihood به‌منزله معیار نیکویی برازش مدل استفاده شده است.

برای بررسی فرضیه‌های پژوهش نیز از آماره Z و مقدار معناداری مربوط به این آماره استفاده شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون توبیت نشان می‌دهد که اندازه شرکت، فرصت‌های رشد و سطح بدهی، از عوامل مؤثر بر نسبت سود تقسیمی هر سهم به درآمد هر سهم است و سایر عوامل بر نسبت سود تقسیمی تأثیری ندارند.

نگاره (۱)

نتایج برآورد مدل رگرسیون توبیت

متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	احتمال
نسبت مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره	OutD _{it}	-۱/۶۱۱۸	۰/۹۷۵۶	-۱/۶۵	۰/۰۹۹
نسبت بازده دارایی‌ها	CFA _{it}	۱/۸۸۰۶	۱/۶۱۸۱	۱/۱۶	۰/۲۴۵
نسبت جریان نقدی آزاد هر سهم	FCF _{it}	-۸۸/۶۲۶۸	۱۴۳/۷۱۹۶	-۰/۶۲	۰/۵۳۷
نسبت ساختار دارایی‌ها	TANG _{it}	-۱/۶۳۵۸	۰/۹۹۵۶	-۱/۶۴	۰/۱۰۰
ریسک تجاری	BETA _i	۰/۲۵۰۷	۰/۲۰۷۲	۱/۲۱	۰/۲۲۶
اندازه شرکت	SIZE _{it}	۰/۷۲۴۵	۰/۲۱۸۳	۳/۳۲	۰/۰۰۱
نسبت فرصت‌های رشد	PTBV _i	۰/۶۸۱۰	۰/۱۷۷۱	۳/۸۴	۰/۰۰۰
نسبت سطح بدهی	BORR _{it}	-۰/۲۷۵۰	۰/۰۷۱۹	-۳/۸۲	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	α	-۵/۹۹۱۴	۲/۷۲۶۲	-۲/۲۰	۰/۰۲۸
آماره والد			۲۲/۰۵		
احتمال			۰/۰۰۴۸		
Log Likelihood			-۳۷/۷۷۲۳		

نتایج برآورد مدل رگرسیون لاجیت

نگاره (۲) نتایج حاصل از برآورد مدل لاجیت را برای بررسی عوامل مؤثر بر احتمال پرداخت سود نقدی نشان می‌دهد. احتمال آماره آزمون F لیمبر برابر با ۰/۹۹۹ و بیشتر از ۰/۰۵ است؛ لذا از روش داده‌های تلفیقی استفاده شده است. در رگرسیون لاجیت، برای بررسی نکویی برازش، از دو معیار استفاده می‌شود که مهم‌ترین آنها LR است. این معیار مانند آماره F در

رگرسیون معمولی عمل می‌کند. مقدار X^2 مربوط به این آماره برابر با ۴۱/۶۴ بوده، احتمال مربوط به آن صفر است. بنابراین، فرض عدم معناداری مدل رد می‌شود و مدل معنادار و قابل اعتماد است.

معیار دیگری که برای ارزیابی به کار می‌رود، Log Likelihood است که بر اساس نتایج، مدل معنادار و قابل اعتمادی است. برای بررسی فرضیه‌های پژوهش نیز از آماره Z و مقدار معناداری مربوط به این آماره استفاده شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون لاجیت نیز نشان می‌دهد که اندازه شرکت، فرصت‌های رشد و سطح بدهی، از معیارهایی است که بر احتمال پرداخت سود تقسیمی تأثیر دارد و سایر عوامل بر احتمال پرداخت سود تقسیمی مؤثر نیستند.

نگاره (۲)

نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون لاجیت

متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	احتمال
نسبت مدیران غیرموظف هیئت مدیره	OutD _{it}	-۳/۷۹۱۰	۲/۲۱۳۴	-۱/۷۱	۰/۰۸۷
نسبت بازده دارایی‌ها	CFA _{it}	۳/۳۲۹۷	۳/۲۹۱۸	۱/۰۱	۰/۳۱۲
نسبت جریان نقدی آزاد هر سهم	FCF _{it}	-۱۹۲/۳۲۲۷	۲۸۷/۴۸۵۲	-۰/۶۷	۰/۵۰۴
نسبت ساختار دارایی‌ها	TANG _{it}	-۲/۶۸۷۹	۲/۲۹۵۵	-۱/۱۷	۰/۲۴۲
ریسک تجاری	BETA _{it}	۰/۴۳۲۲	۰/۴۲۲۷	۱/۰۲	۰/۳۰۷
اندازه شرکت	SIZE _{it}	۱/۴۵۹۶	۰/۴۳۴۸	۳/۳۶	۰/۰۰۱
نسبت فرصت‌های رشد	PTBV _{it}	۱/۳۹۱۱	۰/۳۵۹۰	۳/۸۷	۰/۰۰۰
نسبت سطح بدهی	BORR _{it}	-۰/۵۶۲۰	۰/۱۴۵۵	-۳/۸۶	۰/۰۰۰
آماره نسبت احتمال (LR)			۴۱/۶۴		

۰/۰۰۰		احتمال آماره (LR)
-۳۸/۱۲۵۸۰۶		Log Likelihood
احتمال	آماره آزمون	آزمون‌های تشخیص مدل
۰/۹۹۹	۰/۰۰	F لیمر

نتیجه‌گیری

به منظور افزایش قدرت پیش‌بینی سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک شرکت‌ها، شناسایی عوامل اثرگذار بر خط‌مشی تقسیم سود، می‌تواند بسیار مفید و حائز اهمیت باشد. در این راستا، هشت فرضیه در دو دسته تدوین شد و رابطه بین متغیرهای پژوهش در قالب دو مدل رگرسیون چندمتغیره مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از این بررسی‌ها به شرح زیر است:

نتایج مربوط به آزمون فرضیه اول با استفاده از مدل توییت در نگاره (۱) و با استفاده از مدل لاجیت نیز در نگاره (۲) منعکس شده است. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با استفاده از هر دو مدل، نشان داد که بین معیار درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره با متغیر وابسته مدل توییت (شامل نسبت پرداخت سود) و متغیر وابسته مدل لاجیت (شامل پرداخت یا عدم پرداخت سود) رابطه‌ای منفی و غیرمعنادار وجود دارد. دلایل احتمالی عدم رابطه معنادار به شرح زیر است:

۱. عضویت هم‌زمان اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره چند شرکت ممکن است باعث کاهش اثربخشی آنها شود؛
۲. در صورت عدم استقلال اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره از مدیریت شرکت، قدرت چانه‌زنی این اعضا در عرضه نظرات متضاد با سایرین کاهش می‌یابد بر اجرای نقش نظارتی آنها اثر سوئی خواهد داشت؛
۳. اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره برای تجدید ساختار و ایجاد تغییرات توانایی و انگیزه لازم ندارند یا به دلیل ترس از رویارویی با عکس‌العمل‌های سیاسی، خود را با چالش درگیر نمی‌کنند؛

۴. در اکثر شرکت‌ها، هیئت‌مدیره تحت کنترل مدیریت شرکت است و حضور مدیران غیرموظف بر تصمیم‌های مدیریت تأثیری ندارد (گجراتی، ۱۳۸۵، صص ۳۵-۵۶). درباره رابطه منفی به‌دست آمده نیز می‌توان گفت که سیاست تقسیم سود، سازوکاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شود (Rozeff, 1982, pp.249-259). در غیاب سایر ابزارهای نظارتی، برای نظارت بر مسئله نمایندگی، از سیاست تقسیم سود استفاده می‌شود.

این نتایج از نظر نوع رابطه منفی با نتایج پژوهش‌های کلمن^۳ (۲۰۰۷)، عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) و النجار و حسینی (۲۰۰۹) مطابقت دارد. همچنین، با نتایج پژوهش‌های فارینها^۴ (۲۰۰۳)، بلدن^۵ و همکاران (۲۰۰۵) مغایر است. از نظر عدم رابطه معنادار نیز تنها با نتایج پژوهش فارینها (۲۰۰۳) و عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم با استفاده از هر دو مدل نیز نشان داد که بین معیار بازده دارایی‌ها با متغیر وابسته مدل توییت (شامل نسبت پرداخت سود) و متغیر وابسته مدل لاجیت (شامل پرداخت یا عدم پرداخت سود) رابطه‌ای مثبت و غیرمعنادار وجود دارد. بیشتر شرکت‌های سودآور برای تقسیم سود نقدی انگیزه و تمایل بیشتری دارند. بنابراین، انتظار داریم با افزایش سودآوری شرکت‌ها، مقدار سود تقسیمی و همچنین احتمال پرداخت سود افزایش یابد (Al-Najjar, 2009, pp.4-19). نتایج این پژوهش با یافته‌های پژوهش‌های عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) و النجار و حسینی (۲۰۰۹) مطابقت دارد.

همچنین، نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم با استفاده از هر دو مدل نشان داد که بین معیار جریان نقد آزاد هر سهم با متغیر وابسته نسبت پرداخت سود در مدل توییت، و متغیر وابسته پرداخت یا عدم پرداخت سود در مدل لاجیت، رابطه‌ای منفی و غیرمعنادار وجود دارد. بر اساس ادبیات موجود، شرکت‌هایی که نقدینگی بالایی دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که نقدینگی پایینی دارند، سود نقدی بیشتری را به سهامداران خود پرداخت می‌کنند. با وجود این، نتایج حاصل از آزمون این فرضیه بیانگر این است که با افزایش جریان‌های نقد آزاد هر سهم، مقدار سود نقدی پرداختی و همچنین احتمال پرداخت سود کاهش می‌یابد.

یکی از مهم‌ترین دلایل احتمالی برای این نتیجه به این شرح است: جنسن^۶ (۱۹۸۶) معتقد است نگهداری جریان‌های نقد آزاد، موجب کاهش توانایی بازار سرمایه برای نظارت بر تصمیم‌های مدیران می‌شود. بر همین اساس، جریان‌های نقد آزاد بالاتر موجب افزایش منابع تحت کنترل مدیران می‌شود که در نتیجه افزایش هزینه‌های نمایندگی را به دنبال خواهد داشت. بنابراین، مدیران شرکت‌ها در راستای دنبال کردن منافع خصوصی، به پرداخت سود نقدی تمایل کمتری نشان می‌دهند. چراکه پرداخت سود نقدی نقش مهمی در کنترل انگیزه آنها برای صرف منابع در راستای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیربینه ایفا می‌کند. نتایج این پژوهش از نظر نوع رابطه منفی و از نظر عدم ارتباط معنادار، با یافته‌های پژوهش النجار و حسینی (۲۰۰۹) مطابقت دارد.

نتایج مربوط به آزمون فرضیه چهارم که با استفاده از مدل توییت در نگاره (۱)، و با استفاده از مدل لاجیت در نگاره (۲) منعکس شده است، نشان داد که بین معیار ساختار دارایی‌ها با متغیر وابسته نسبت پرداخت سود در مدل توییت، و متغیر وابسته پرداخت یا عدم پرداخت سود در مدل لاجیت، رابطه منفی و غیرمعناداری وجود دارد. بنابراین، افزایش در دارایی‌های ثابت، از طریق ایجاد محدودیت‌های مالی بر عملیات جاری شرکت‌ها، باعث می‌شود سود نقدی کمتری پرداخت شود.

نتیجه این پژوهش، از نظر نوع رابطه منفی، مطابق با نتیجه پژوهش النجار و حسینی (۲۰۰۹) است. هو^۷ (۲۰۰۳) نیز با استفاده از مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی به نتیجه مشابهی دست یافت.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم با استفاده از هر دو مدل نیز نشان داد که بین معیار ریسک تجاری با متغیر وابسته مدل توییت (شامل نسبت پرداخت سود)، و متغیر وابسته مدل لاجیت (شامل پرداخت یا عدم پرداخت سود) رابطه مثبت و غیرمعناداری وجود دارد. به نظر چانگ و رهی^۸ (۱۹۹۰)، هو (۲۰۰۳) و النجار و حسینی (۲۰۰۹)، ریسک تجاری یکی از عوامل مهم و مؤثر بر تصمیم‌های مرتبط با تقسیم سود است. به اعتقاد این پژوهشگران، با افزایش ریسک تجاری، احتمال ورشکستگی شرکت‌ها افزایش می‌یابد و به دنبال آن، احتمال اینکه آنها بتوانند سود پرداخت کنند، کاهش خواهد یافت. با وجود این، نتایج حاصل از آزمون این

فرضیه بیانگر این است که با افزایش میزان ریسک تجاری، مقدار سود نقدی پرداختی و همچنین احتمال پرداخت سود افزایش می‌یابد.

یکی از مهم‌ترین دلایل احتمالی برای این نتیجه این است که بیشتر سهامداران هر شرکت از سرمایه‌گذاری‌شان دو نوع منفعت می‌برند. یکی از این منافع در نتیجه افزایش قیمت فروش نسبت به قیمت خرید سهام حاصل می‌شود و دیگری در نتیجه تقسیم سود نقدی سهام شرکت‌ها به دست می‌آید. جزء اول از منافع سرمایه‌گذاری معمولاً با متغیرهای مالی مانند نرخ بهره و به‌طور کلی، متغیرهای کلان مؤثر بر بازار سرمایه ارتباط زیادی دارد. اما سود نقدی سهام بیشتر ناشی از سیاست‌های شرکت در زمینه تقسیم سود است. سهامدارانی که نمی‌خواهند برای کسب منافع سرمایه‌گذاری به افزایش قیمت سهام در آینده متکی باشند، به سود نقدی سهام چشم می‌دوزند و در نتیجه، برای شرکت‌هایی که درصد کمتری از سود خود را توزیع می‌کنند، ریسک بالاتری ارزیابی می‌کنند. از سوی دیگر، شرکت‌ها با آگاهی از این موضوع، در راستای کاهش ریسک در آینده و جلب اطمینان سهامداران و بازار سرمایه، به پرداخت سود نقدی بیشتر اقدام می‌کنند. این نتایج از نظر نوع رابطه مثبت و از نظر عدم رابطه معنادار نیز با نتایج پژوهش النجار و حسینی (۲۰۰۹) مطابقت ندارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم با استفاده از هر دو مدل نیز نشان داد که بین معیار اندازه شرکت با متغیر وابسته مدل توییت (شامل نسبت پرداخت سود) و متغیر وابسته مدل لاجیت (شامل پرداخت یا عدم پرداخت سود) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج این پژوهش با نتایج حاصل از پژوهش‌های چانگ و رهی (۱۹۹۰)، هو (۲۰۰۳)، ایوزیان^۹ و همکاران (۲۰۰۳) و النجار و حسینی (۲۰۰۹) مطابقت دارد. به نظر این پژوهشگران، در شرکت‌های بزرگ، احتمال دسترسی به بازارهای سرمایه بیشتر است. از این رو، این شرکت‌ها قادرند سود بیشتری پردازند. همچنین، با توجه به پیچیده بودن ساختار شرکت‌های بزرگ‌تر و مشکلات مالکان در به دست آوردن اطلاعات شرکت، این شرکت‌ها احتمالاً هزینه‌های نمایندگی بالایی دارند. بنابراین، برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های ناشی از شکل‌گیری رابطه نمایندگی، سود نقدی بیشتری توزیع می‌کنند.

همچنین، نتایج حاصل از آزمون فرضیه هفتم که با استفاده از مدل توییت در نگاره (۱)، و با استفاده از مدل لاجیت در نگاره (۲) منعکس شده است، نشان داد که بین معیار فرصت‌های رشد با متغیر وابسته مدل توییت (شامل نسبت پرداخت سود)، و متغیر وابسته مدل لاجیت (شامل پرداخت یا عدم پرداخت سود) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در مقایسه با پژوهش النجار و حسینی (۲۰۰۹)، نتیجه این پژوهش از نظر نوع رابطه مثبت با نتیجه پژوهش آنها مغایر است. آنها در پژوهش خود به این نتیجه رسید که بین معیار فرصت‌های رشد و متغیر وابسته نسبت پرداخت سود در مدل توییت، و متغیر وابسته پرداخت یا عدم پرداخت سود در مدل لاجیت رابطه منفی وجود دارد.

بر مبنای منابع تحقیق، بسیاری از شرکت‌ها از نظریه تقسیم سود مازاد پیروی می‌کنند. شرکت‌ها ابتدا وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت خود را از محل سودهای انباشته تأمین کرده، سپس وجوه مازاد را بین سهامداران توزیع می‌کنند. بنابراین، شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد بیشتری برخوردارند، در راستای استفاده از موقعیت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و رشد آتی، درصد کمتری از سود خود را بین سهامداران توزیع می‌کنند. با وجود این، نتایج حاصل از آزمون این فرضیه بیانگر این است که با افزایش میزان فرصت‌های رشد، مقدار سود نقدی پرداختی و همچنین احتمال پرداخت سود افزایش می‌یابد. یکی از مهم‌ترین دلایل احتمالی برای این نتیجه این است که شرکت‌ها برای القای عملکرد مناسبشان به بازار سرمایه در راستای افزایش جذابیت سهام و جلب اعتماد سرمایه‌گذاران، به‌منظور مشارکت در افزایش سرمایه و جذب سرمایه‌های راکد برای رشد و توسعه، به تقسیم سود نقدی بیشتر اقدام می‌کنند. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷) مطابقت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه هشتم با استفاده از هر دو مدل نیز نشان داد که بین معیار سطح بدهی با متغیر وابسته مدل توییت (شامل نسبت پرداخت سود)، و متغیر وابسته مدل لاجیت (شامل پرداخت یا عدم پرداخت سود) رابطه منفی و معناداری وجود دارد. نتایج این پژوهش با نتایج حاصل از پژوهش‌های ایوزیان و همکاران (۲۰۰۳) و النجار و حسینی (۲۰۰۹) مطابقت دارد.

بر مبنای منابع نمایندگی، پرداخت سود و نسبت بدهی (ساختار سرمایه) می‌توانند به منزله سازوکارهایی برای کاهش مشکلات مرتبط با عدم تقارن اطلاعاتی مطرح شوند و از طریق کاهش جریان‌های نقد آزاد تحت کنترل مدیریت، به تعدیل مشکلات نمایندگی کمک کنند. پیشنهاد می‌شود اعضای هیئت‌مدیره، در مقام یکی از مهم‌ترین سازوکارهای نظام راهبری درون‌سازمانی، به نقش مهمی که می‌توانند در بازار سرمایه ایفا کنند، توجه بیشتری داشته باشند. همچنین، از جمله مواردی که می‌تواند در تصمیم‌گیری مدیران اهمیت قابل توجهی داشته باشد، تصمیم‌های مرتبط با خط‌مشی تقسیم سود است. از این رو، مدیران و سهامداران باید در اتخاذ تصمیم در زمینه سیاست تقسیم سود، به این عوامل توجه لازم و کافی داشته باشند.

این پژوهش با وجود محدودیت‌های زیر انجام گرفته است:

۱. تورم سبب می‌شود اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی نتوانند وضعیت مالی و نتایج عملیات شرکت‌ها را به درستی نشان دهند؛
۲. اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی، از اشتباه‌های مهم و اساسی دور نیست.

پی‌نوشت‌ها

1. Al-Najjar & Hussainey
2. Abdelsalam et al
3. Coleman
4. Farinha
5. Belden
6. Jensen
7. Ho
8. Chang & Rhee
9. Aivazian

منابع

- پورحیدری، امید و محمد خاکساری. (۱۳۸۷). «بررسی عوامل تعیین‌کننده خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مجله توسعه و سرمایه*، س ۱، ش ۲، پاییز و زمستان.
- فروغی، داریوش، علی سعیدی و محسن اژدر. (۱۳۸۸). «تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود». *فصلنامه تحقیقات حسابداری*، س ۱، ش ۲.

- گجراتی، دامودار. (۱۳۸۵). *مبانی اقتصاد سنجی*. ترجمه حمید ابریشمی. ج ۱. تهران: دانشگاه تهران.

- Abdelsalam, O., A. EL-Masry, & S. Elsegini. (2008). "Board Composition Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market", *Journal of Managerial Finance*, Vol. 34, No. 12, pp.953-964.
- Al-Najjar, B., & K. Hussainey. (2009). "The Association Between Dividend Payout and Outside Directorships". *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 10, No. 1, pp.4-19.
- Aivazian, V., L. Booth, & S. Cleary. (2003). "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From US Firms?" *Journal of Financial Research*, Vol. 26, No. 3, pp.371-387.
- Belden, S., T. Fister, & B. Knapp. (2005). "Dividends and Directors: Do Outsiders Reduce Agency Costs?" *Business and Society Review*, Vol. 110, No. 2, pp.171-80.
- Coleman, A. K. (2007). "Corporate Governance and Shareholder Value Maximization: an African Perspective", *African Development Bank*, pp.350- 367.
- Chang, R. P. & S. G. Rhee. (1990). "The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions", *Financial Management*, Vol. 19, No. 2, pp.21-31.
- Farinha, J. (2003). "Divided Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: an Empirical Analysis". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30, pp.1173-1209.
- Gugler, K. (2003). "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation Between Dividends, R&D, and Capital Investment". *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, pp.1297-1321.
- Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp.323-329.
- Ho, H. (2003). "Dividend Policies in Australia and Japan". *International Advances in Economic Research*, Vol. 9 No. 2, pp.91-100.
- Rozeff, M. (1982). "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios". *The Journal of Financial Research*, Vol. 5, No. 3, pp.249-259.