

## تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رویه‌های تقسیم سود

فرزین خوشکار<sup>۱</sup>، مرضیه نیکویی<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> مدرس گروه حسابداری و حسابرسی موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران

<sup>۲</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق، تهران، ایران

### چکیده

هدف انجام این پژوهش بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رویه‌های تقسیم سود می‌باشد. در این راستا ابتدا جامعه مورد بررسی را به دو گروه شرکت دارای حاکمیت شرکتی قوی و دارای حاکمیت شرکتی ضعیف تقسیم نموده و سپس به بررسی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رویه‌های سود تقسیمی شرکت در هر گروه پرداختیم. این پژوهش بر اساس بررسی ۹۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ صورت پذیرفته است. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه‌ها بیانگر این بود که در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی بین نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها، نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به دارایی‌ها و اندازه شرکت با سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد و بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف بین متغیرهای ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و اندازه شرکت با سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد و بین متغیرهای نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها و نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها با سود تقسیمی رابطه معناداری وجود ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، سود تقسیمی، ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی

## ۱- مقدمه

در بحث مدیریت مالی یک بنگاه، تصمیم‌گیری در مورد سود بنگاه طی یک دوره بر اساس دو سیاست اصلی یعنی؛ سیاست های سرمایه‌گذاری و سیاست های پرداخت تعیین می‌شود. سیاست های سرمایه‌گذاری آن بخش از برنامه‌ریزی‌ها و هدف-گذاری‌های مدیریت در تخصیص منابع مالی در دسترس بوده که با افزایش ظرفیت‌ها و امکانات در اختیار واحد اقتصادی، موجب افزایش درآمدهای آتی آن شده و از این راه میزان سودآوری را افزایش می‌دهد. انتظار می‌رود با اجرای این سیاست‌ها، افزایش درآمد موجب افزایش میزان سود شده و اثرات آن به صورت متمادی در چند دوره مالی مشاهده شود. سیاست های پرداخت که در این بحث به طور خاص به معنی پرداخت به سهامداران است، بخش دیگری از سیاست‌های مالی است که به نگرش مدیریت نسبت به سهامداران خرد و کلان واحد تجاری بستگی دارد. اهمیت این سیاست در آن است که خط مشی مدیران در انتخاب منابع برای تأمین نیازهای مالی آتی بنگاه را تعیین می‌کند. پرداخت سود به سهامداران به معنی خروج بخشی از منابع در اختیار مدیران است. اگرچه استفاده از حقوق صاحبان سهام شامل سرمایه و سود تقسیم نشده، به عنوان منابع ارزان قیمت تأمین مالی برای ادامه حیات واحد اقتصادی ضروری است، اما هنر مدیریت در ایجاد تعادل و توازن در استفاده از منابع مالی مختلف به نحوی است که ریسک فعالیت بنگاه و هزینه‌های پیامد این تصمیم برای آن حداقل شود.

ارتباط میان سیاست تقسیم سود سهام و ساختار مالکیت شرکت‌ها اخیراً بسط پیدا کرده است، زیرا ممکن است مدیران شرکت‌ها جریان نقدی را برای استفاده شخصی یا پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیر سود ده منتقل کنند مگر به جز مواقعی که سودهای شرکت‌ها به عنوان سود سهام پرداخت شود. تضاد منافع سهامداران با مدیریت یکی از موضوعات مهمی است که طی دهه‌های اخیر مورد توجه سرمایه‌گذاران و محققین بوده است و در راستای حل این معضل پژوهش‌های مرتبط با حاکمیت شرکتی، راهکارهایی را برای کاهش و یا حل این مسأله ارائه می‌کند.

یکی از روش‌های کنترل و حاکمیت شرکتی، تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب بهینه آن می‌باشد. با توجه به این که در این زمینه تحقیقات نادری در ایران صورت گرفته است، این تحقیق به دنبال آن است تا تاثیر مالکیت نهادی، یکی از مهمترین اجزای حاکمیت شرکتی را بر رابطه میان سیاست تقسیم سود سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دهد.

## ۲- ادبیات تحقیق

فرصت‌های رشد نشان دهنده استعداد بالقوه شرکت در سرمایه‌گذاری و سودآوری می‌باشد. فرصت‌های سرمایه‌گذاری به خودی خود اتفاق نمی‌افتد، بلکه آنها را باید به وجود آورد. اشکال مختلف فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است از تصمیمات و نقطه نظرات سطوح مختلف مدیریتی بخش‌های مختلف شرکت نشأت بگیرد. برخی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است توسط مدیریت عالی سازمان یا اعضای هیأت مدیره ارائه شود. مشارکت مدیریت عالی در ارائه فرصت‌های سرمایه‌گذاری معمولاً به تصمیمات استراتژیک نظیر توسعه و گسترش فعالیت شرکت از طریق سیاست‌های تقسیم سود که آینده اطمینان بخشی را برای صنعت یا شرکت نوید می‌دهد و ورود به بازارهای جدید یا بازارهای رو به رشد برای محصولات شرکت (داخلی و بین المللی) یا عوامل محدود کننده تغییرات در نرخ ارز که در جهت منافع شرکت باشد منتهی می‌شود، علاوه بر متغیرهای اقتصادی سایر عوامل از قبیل فرایندهای اجتماعی، تکنولوژی، سیاسی و قانونی می‌تواند اثر مهمی بر عملکرد شرکت‌ها در یک صنعت داشته باشد. برخی از شرکت‌های فعال در صنایع می‌توانند از تغییرات ایجاد شده در ساختار جمعیتی یا تغییر الگوی مصرف کنندگان و شیوه زندگی آنان یا سرمایه‌گذاری در تکنولوژی برای کاهش هزینه‌ها یا انجام خدمات بهتر برای مشتریان و غیره برای خود مزیت رقابتی ایجاد نمایند. چنین شرکت‌هایی علی‌رغم قرار گرفتن در صنایعی نامناسب و با وجود شرایط نامساعد اقتصادی قادر به رشد و کسب بازده هستند و از آنجایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجب تخصیص منابع مالی شرکت به منظور تحصیل درآمد یا کاهش هزینه‌ها می‌شوند در نتیجه بایستی سیاست های تقسیم سود منظم و اصولی برای استفاده از فرصت های سرمایه‌گذاری از سوی شرکت به اجرا گذاشته شود (اسلامی بیدگلی و بیگدلو، ۱۳۸۵). طبق مطالعات

انجام شده در کشورهای در حال توسعه که رشد اقتصادی بالایی دارند سود تقسیمی به مراتب کمتر از کشورهای است که رشد اقتصادی کمتری دارند، لذا اهمیت این موضوع از دو بعد قابل اهمیت می باشد: از دیدگاه خرد: برای حداکثر سازی ثروت سهامداران، از دیدگاه کلان: برای کارایی اقتصادی و تخصیص بهینه منابع در کشور.

از این رو مسأله سود تقسیمی یکی از مباحث مهمی بوده که همواره در طی سال‌ها مورد توجه قرار گرفته است. باید اذعان کرد که به قول فیشر بلاک<sup>۱</sup> (۱۹۷۶) مسأله سود تقسیمی یکی از لاینحل ترین مسائل در مدیریت مالی به حساب می آید، زیرا نمی توان به صورت دقیق به سوالات مختلفی از جمله این سوال پاسخ داد که آیا تصمیمات سرمایه گذاری مستقل از تصمیمات سود تقسیمی است؟

در نظریات مربوط به سیاست های تقسیم سود نیز به این مسأله توجه شده و هر کدام نظری متفاوت نسبت به آن دارند. برخی از نظریه ها تصمیمات سرمایه گذاری را مستقل از تصمیمات سود تقسیمی می دانند و برخی دیگر خیر. از جمله عوامل مؤثر بر سیاست های تقسیم سود شرکت، فرصت های سرمایه گذاری می باشد. شناسایی تأثیر فرصت های سرمایه گذاری بر سیاست های تقسیم سود شرکت و تبیین آن نزد صاحب نظران به لحاظ توسعه پژوهش های نظری آتی و از طرف دیگر نزد سرمایه گذاران، سهامداران، تحلیل گران مالی و مدیران شرکت ها به منظور اتخاذ تصمیمات مناسب اهمیت ویژه ای یافته است.

سودی که بین سهامداران شرکت توزیع می شود، سود سهام نامیده می شود. سود سهام به صورت نقدی، سهمی و یا دارایی غیرنقدی است و با توجه به قوانین تجاری هر کشور می تواند علاوه بر سود سال جاری، حداکثر تا حد کل سود انباشته و حتی صرف سهام و اندوخته‌ها (به استثنای اندوخته قانونی) باشد. در مجموع هرچه سودآوری شرکت ثبات بیشتری داشته باشد، سود سهام پرداختی آن منظم تر خواهد بود. سیاست شرکت در خصوص نگهداری و یا توزیع سود و شکل آن، خط مشی تقسیم سود نام دارد (مدرس و عبدالله زاده، ۱۳۸۵، ۱۷۲). پژوهش های متعددی پیرامون شناسایی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود صورت گرفته است. یکی از مهمترین مواردی که انتظار می رود بر سیاست تقسیم سود شرکت ها اثرگذار باشد، ساختار مالکیت آن ها می باشد. به طور خاص مالکان نهادی ممکن است یکی از مهمترین عواملی باشد که موجبات تغییر در سیاست تقسیم سود شرکت ها را فراهم آورند. به عنوان مثال دل گارسیو<sup>۲</sup> (۱۹۹۶) در پژوهشی به این نتیجه رسید که مدیران بانک ها تمایل دارند در سهام کم ریسک و مطمئن سرمایه گذاری نمایند و این در حالی است که سیاست تقسیم سود شرکت یکی از مواردی است که میزان ریسک و اطمینان پیرامون بازده سهام شرکت ها را مشخص می نماید (بیچرا<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸). ارتباط بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود را می توان از منظر سه تئوری معروف که در رابطه با سیاست تقسیم سود موجود می باشد، مورد بررسی قرار داد. فرضیه مالیات بر مشتریان، فرضیه علامت دهی و فرضیه نمایندگی.

## ۲-۱- فرضیه مالیات بر مشتریان<sup>۴</sup>

فرضیه اول از سیستم های مالیاتی موجود در برخی از کشور ها نشات می گیرد. به عنوان مثال در بعضی کشورها بر سود سهام پرداختی توسط شرکت ها به سهامداران مالیات تعلق می گیرد. این امر سبب می شود که بازده ناشی از سود تقسیمی نسبت به بازده ناشی از افزایش قیمت سهام شرکت از مطلوبیت کمتری برخوردار باشد و مالکان و به طور خاص مالکان نهادی که از قدرت رای و مالکیت بالایی برخوردار می باشند ترجیح دهند شرکت درصد کمتری از سود را به طور نقدی به مالکان پرداخت نماید. البته باید به این نکته توجه داشت که گاهی اوقات مالکان نهادی از پرداخت این نوع مالیات معاف می گردند. به عنوان مثال در ایالات متحده سرمایه گذارانی از قبیل صندوق های بازنشستگی، اتحادیه های کارگری و دانشگاه ها از پرداخت این

<sup>۱</sup>- Fisher Block

<sup>۲</sup>- Del garcia

<sup>۳</sup>- Bichara

<sup>۴</sup>- Hypothesis of customer tax

نوع مالیات تماما یا تا حد زیادی معاف می باشند (بیچرا<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). با توجه به اینکه سیستم مالیاتی فوق در ایران وجود ندارد از توضیح بیشتر پیرامون فرضیه مذکور خودداری می گردد.

## ۲-۲- فرضیه علامت دهی<sup>۲</sup>

بر طبق فرضیه علامت دهی، با توجه به اینکه شرکت ها در راستای کسب منابع سرمایه ای با یکدیگر در رقابت هستند، سعی می کنند تا با افشای اطلاعات و نشان دادن علائم مثبت اعتماد بازار را جلب نمایند. فرضیه مزبور بیان می دارد که مدیران شرکت هایی که نسبت به بازار از مزیت اطلاعاتی برخوردار می باشند، تلاش می نمایند تا انتظارات خود از سود آتی شرکت را از طریق پرداخت سود نقدی سهام نشان دهند (باتاچاریا<sup>۳</sup>، ۱۹۷۹). در مورد علائم سود نقدی برای سرمایه گذاران نهادی، زکهاوسر و پوند<sup>۴</sup> (۱۹۹۰) چنین استدلال می کنند که سود نقدی سهام و سرمایه گذاران نهادی ممکن است به عنوان ابزارهای علامت دهی جایگزین در نظر گرفته شوند. حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است موجب کاهش استفاده از سود نقدی به عنوان نشانه ای از عملکرد مناسب شرکت گردد زیرا که وجود سهامداران عمده از قبیل مالکان نهادی در ساختار مالکیت شرکت خود می تواند به عنوان یک علامت خوب در نظر گرفته شود. در واقع بازار، حضور مالکان نهادی را به عنوان نشانه ای از کاهش مشکلات و هزینه های ناشی از مسئله نمایندگی در نظر می گیرد.

## ۲-۳- فرضیه نمایندگی<sup>۵</sup>

از منظر تئوری نمایندگی، سیاست تقسیم سود یکی از راهکارهایی است که در مواقع ایجاد تضاد بین مدیر و مالک می تواند از طریق کاهش منابع در دسترس مدیر، مشکلات ناشی از این تضاد را بهبود بخشد. بر اساس این تئوری، پرداخت سود نقدی موجب می شود که منابع داخلی شرکت کاهش پیدا نماید و واحد اقتصادی ناچار شود در مواقع نیاز به بازارهای سرمایه جهت تامین مالی مراجعه نماید که این امر در نهایت سبب می شود شرکت تحت نظارت بازار قرار گیرد. نقش سرمایه گذاران نهادی در این تئوری از تمایلات آنها جهت دریافت جریان نقد آزاد در راستای کاهش تضادهای نمایندگی نشات می گیرد. قدرت نفوذی که مالکین نهادی دارا می باشند ممکن است اثری قابل ملاحظه بر سیاست های مالی شرکت ها از جمله سیاست تقسیم سود داشته باشد. در نتیجه مالکان نهادی از طریق حق رای بالا و قدرت ناشی از آن می توانند به عنوان عاملی عمل نمایند که از سواستفاده مدیران از جریان های نقد آزاد جلوگیری نمایند و مدیران مجبور نمایند سود نقدی سهام پرداخت نمایند (شورت و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۲). از این رو بر طبق تئوری نمایندگی می توان انتظار داشت سرمایه گذاران نهادی اثری مثبت بر سیاست تقسیم سود شرکت ها داشته باشند.

تحقیقات و مطالعات زیادی در مورد سیاست های تقسیم سود، حاکمیت شرکتی و فرصت های سرمایه گذاری و عوامل موثر بر آن انجام شده است که به اختصار می توان به پژوهش های داخلی و خارجی ذیل اشاره نمود:

کوپر و ایجیری<sup>۷</sup> (۱۹۹۹) در مقاله ای با موضوع "هزینه نمایندگی، ریسک بازار، فرصت های سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود"، پژوهشی روی ۳۴۹ شرکت بین المللی طی سالهای ۱۹۹۷-۱۹۹۵ انجام داد و نتایج پژوهش او رابطه منفی هزینه نمایندگی و ریسک بازار را روی نسبت تقسیم سود تأیید کرد؛ اما رابطه منفی سیاست سود تقسیمی با فرصت های سرمایه

<sup>1</sup>- Bichara

<sup>2</sup>- Sign hypothesis

<sup>3</sup>- Bhattacharya

<sup>4</sup>- Zeckhauser & Pound

<sup>5</sup>- Representation hypothesis

<sup>6</sup>- Shorts et al

<sup>7</sup>- Cooper, W. and Ijiri

گذاری تأیید نشد. بیکر و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) در مقاله خود با نام "عوامل اثر گذار بر تصمیمات مربوط به سیاست تقسیم سود" نظرسنجی را با هدف تعیین مهمترین عوامل مورد استفاده در شرکت های امریکایی انجام دادند. براساس پاسخ های ۱۸۸ مدیر مالی مهمترین عوامل، الگوی سود تقسیمی، پایداری درآمد تعیین شد.

کومار<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) به بررسی رابطه ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در شرکت های هندی پرداخت. یافته های پژوهش بیانگر این است که میزان مالکیت شرکتی و مدیریتی به طور مثبت و معنادار و مالکیت نهادی به طور معکوسی بر سطح سود تقسیم شده مؤثر است. هیچگونه شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت خارجی و سیاست تقسیم سود یافت نشد. ناکور و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) به بررسی سیاست تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن در بورس اوراق بهادار تونس پرداختند. یافته های پژوهش حاکی است که سودآوری و ثبات آن به طور مستقیم و نقدشوندگی بازار سهم و اندازه بطور معکوسی، سود تقسیمی پرداخت شده را تحت تأثیر قرار می دهد. با وجود این، تمرکز مالکیت و اهرم مالی بر میزان سود تقسیمی بی تأثیر است. عبدالسلام و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) به بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت بر سیاست های تقسیم سود پرداختند. در این راستا ۵۰ شرکت مصری در دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش مؤید این است که شرکت های با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و مالکیت نهادی بیشتر، سود بیشتری را تقسیم می کنند. به علاوه، رابطه معناداری بین ترکیب هیئت مدیره و سیاست تقسیم سود نیست. لین و لیو<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) با انجام پژوهشی با عنوان "نقش سرمایه گذاران نهادی و سیاست تقسیم سود" رابطه هزینه های نمایندگی و سود تقسیمی میان شرکت هایی که به طور منظم سود سهام پرداخت می کنند و شرکت هایی که پرداخت سود سهام در آنها منظم نیست را بررسی کردند. نتایج بررسی آن ها که طی سال های ۱۹۹۰-۱۹۸۹ انجام شد، نشان داد که رابطه این دو متغیر، میان این دو دسته از شرکت ها تفاوت اساسی وجود دارد.

در ایران نیز، تقوی و سعیدی (۱۳۸۲) عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود نقدی شرکت های پذیرفته شده را در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار دادند. آن ها با استفاده از روش های آماری به بررسی نوع ارتباط و میزان اثرگذاری بین سود نقدی به عنوان متغیر وابسته و عواملی همچون نسبت نقدینگی شرکت ها، نسبت میزان سودآوری، کنترل مالکیت، نرخ نهایی مالیات، درصد سهامدار عمده شرکت ها و نسبت توان واریز بدهی ها به عنوان متغیر مستقل پرداختند. نتایج تحقیق حاکی بود که به جز متغیر مستقل نرخ نهایی مالیات، تمام متغیرهای مستقل انتخاب شده با متغیر وابسته ارتباط مستقیم دارد و به ترتیب میزان نقدینگی، کنترل مالکیت، سودآوری و درصد سهامداران دارای بیشترین تأثیر بر سود نقدی است؛ اما رابطه بین نرخ نهایی مالیات با متغیر وابسته خطی نیست و ارتباط منفی و ضعیفی بین این دو متغیر وجود دارد. گرمودی (۱۳۸۴) در تحقیق خود با عنوان "بررسی تأثیر هزینه های نمایندگی بر سیاست تقسیم سود شرکت های بورس اوراق بهادار تهران" تعداد ۱۸۹ شرکت غیرمالی را برای دوره ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۰ مورد مطالعه قرار داد. نتایج پژوهش او نشان داد که تعداد سهامداران عادی و جریان های نقد آزاد با نسبت سود تقسیمی رابطه ای مثبت دارند. پورحیدری و همکاران (۱۳۸۸)، به بررسی پایداری خط مشی تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از آن است که شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران از سیاست تقسیم سود پایداری برخوردار نمی باشند. برومند (۱۳۸۸)، به بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و سیاست های تقسیم سود پرداخت و به این نتیجه رسید که بین فرصت های سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود رابطه ی معناداری وجود دارد. ستایش و کاظم نژاد (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیات مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این تحقیق حاکی از آن بود که

<sup>1</sup> - Baker et al

<sup>2</sup> - Kumar

<sup>3</sup> - Naukor et al

<sup>4</sup> - Abdul Salam et al

<sup>5</sup> - Lin and Liu

بین مالکیت شرکتی و استقلال هیات مدیره با سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین مالکان نهادی به طور منفی نسبت سود تقسیمی شرکت ها را تحت تاثیر قرار می دهند.

### ۳- مدل و فرضیه‌های تحقیق

در این پژوهش به بررسی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر سیاست‌های تقسیم سود در نظام حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف می پردازیم و به منظور ارزیابی پارامترهای تحقیق از مطالعه لین و شن<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) به شرح ذیل استفاده نموده‌ایم که در آن شرکت  $i$  در زمان  $t$  دارای یک نظام قدرتمند حاکمیت شرکتی می باشد و داریم:

$$DIV_{it} = X_{it}\beta^{SCG} + u_{1,it}$$

$$\text{If } Z_{it} + u_{it} \geq 0$$

و اگر شرکت دارای یک نظام حاکمیتی ضعیف باشد داریم:

$$DIV_{it} = X_{it}\beta^{WCG} + u_{2,it}$$

$$0 < \text{If } Z_{it} + u_{it}$$

$$X_{it} = [1, \text{CashFlow}_{it}, \text{MVBV}_{it}, \text{Leverage}_{it}, \text{Size}_{it}]$$

$$\text{And } Z_{it} = [1, \text{LargeShare}_{it}, \text{CFR\_VR}_{it}, \text{IndBoard}_{it}, \text{SPBL}_{it}, \text{DUAL}_{it}]$$

در مدل های فوق  $X_{i,t}$  نشان دهنده بردار متغیرهای مستقل مربوط به فرصت های سرمایه گذاری می باشد که شامل نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی ها (CashFlow)، نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (MVBV)، نسبت ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری مجموع دارایی ها (Leverage) و اندازه شرکت (Size) می باشد. همچنین  $Z_{i,t}$  بیانگر متغیرهای مستقل مربوط به حاکمیت شرکتی می باشد و شامل درصد سهام سهامداران عمده (LargeShare)، نسبت اعضای هیأت مدیره غیرموظف به مجموع اعضای هیأت مدیره (IB)، اندازه هیأت مدیره (BDSZ)، میزان نفوذ و مالکیت دولت (SPBL) و DUAL که یک متغیر مصنوعی است و برابر یک است اگر مدیر عامل به عنوان رییس هیأت مدیره نیز عمل کند و در غیر این صورت صفر خواهد بود. برای تجزیه و تحلیل داده ها در این مدل ابتدا با استفاده از متغیرهای مستقل مربوط به حاکمیت شرکتی اقدام به برآزش مدل (با استفاده از تابع توزیع احتمال) جهت تعیین سطح حاکمیت شرکتی در شرکت (حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف) می‌پردازیم و سپس با توجه به دو گروه شرکت ایجاد شده از این حیث، برآزش مدل را برای بررسی تأثیر متغیرهای مستقل مربوط به فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر سیاست تقسیم سود شرکت انجام می‌دهیم.

با توجه به مبانی نظری، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر طراحی شده‌اند:

**فرضیه شماره ۱:** در نظام حاکمیت شرکتی قدرتمند بین فرصت های سرمایه گذاری و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

۱-۱- در نظام حاکمیت شرکتی قدرتمند بین نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی ها (فرصت های سرمایه گذاری) و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

۱-۲- در نظام حاکمیت شرکتی قدرتمند بین نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام (فرصت های سرمایه‌گذاری) و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

۱-۳- در نظام حاکمیت شرکتی قدرتمند بین نسبت ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

۱-۴- در نظام حاکمیت شرکتی قدرتمند بین اندازه شرکت و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

<sup>1</sup> Lin, Kun-Li., Shen, Chung-Hua

**فرضیه شماره ۲:** در نظام حاکمیت شرکتی ضعیف بین فرصت های سرمایه گذاری و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

۱-۲- در نظام حاکمیت شرکتی ضعیف بین نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی ها (فرصت های سرمایه گذاری) و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

۲-۲- در نظام حاکمیت شرکتی ضعیف بین نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام (فرصت های سرمایه گذاری) و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

۳-۲- در نظام حاکمیت شرکتی ضعیف بین نسبت ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری مجموع دارایی ها و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

۴-۲- در نظام حاکمیت شرکتی ضعیف بین اندازه شرکت و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

#### ۴- روش تحقیق

##### ۴-۱- جامعه آماری و روش نمونه گیری

پژوهش حاضر، از نوع توصیفی-همبستگی و روش آن از نوع پس رویدادی است. به منظور آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون چند متغیره با استفاده از روش پانل دیتا استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر، همه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ است. نمونه آماری نیز از طریق اعمال شرایط زیر از میان شرکت های عضو جامعه آماری انتخاب شده است.

- شرکت هایی که تا پایان سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  - در زمره شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت آن ها قرارنگرفته باشد.
  - سال مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد و در دوره مورد نظر تغییر سال مالی نداده باشند.
  - اطلاعات مورد نیاز جهت انجام این تحقیق در مورد آن ها وجود داشته باشد.
- با توجه به شرایط فوق، ۹۳ شرکت به عنوان جامعه آماری پژوهش حاضر انتخاب گردید که طی بازه زمانی ۷ ساله ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ می باشد و مجموعاً ۶۵۱ مشاهده (سال- شرکت) را تشکیل می دهد. از این ۶۵۱ مشاهده ۴۱۹ مشاهده مربوط به شرکت ها با حاکمیت شرکتی قوی و ۲۳۲ مشاهده مربوط به شرکت ها با حاکمیت شرکتی ضعیف می باشد.

##### ۴-۲- ابزار

اطلاعات و داده های مورد نیاز این پژوهش با استفاده از اطلاعات موجود در بانک های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران (ایران بورس، کودال، تدبیر پرداز، دنا سهم و ره آورد نوین) موجود در بازار و صورت های مالی سالانه و یادداشت های توضیحی صورت های مالی حسابرسی شده را شامل می شود.

#### ۵- یافته های تحقیق

به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه داده ها، آماره های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه محاسبه و در جدول شماره ۱ ارائه شده است. این جدول شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، حداقل، حداکثر و انحراف معیار داده ها می باشد.

جدول شماره ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	متغیرها	نماد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	
حاکمیت شرکتی قوی	متغیر وابسته	سود تقسیمی	Div	۸۷۵.۶۲	۱۰۶۴.۰۱	۰	۷۰۰۰
	متغیرهای مستقل	سود به دارایی‌ها	Cashflow	۰.۲۰۰۲	۰.۱۷۱۷	-۰.۱۷	۱.۱۷
		ارزش بازار به ارزش دفتری	Mvbm	۲.۳۶۹	۴.۹۳۴	-۸۰.۸۰	۲۵.۶۶
		اهرم مالی	Leverage	۰.۷۴۵۵	۰.۲۸۲۷	۰.۰۳	۴.۰۸
		اندازه شرکت	Size	۱۳.۱۳۰۶	۱.۱۷۹	۹.۸۰	۱۷.۷۹
	متغیرهای حاکمیت شرکتی	سهامدار عمده	Largestshare	۷۵.۹۰۷	۱۲.۵۸۵	۴۳.۲۵	۹۹.۹۸
		اندازه هیأت مدیره	CFR_VR	۵.۱۱	۰.۳۶۸	۴.۰۰	۶.۰۰
		استقلال هیأت مدیره	IndBoard	۰.۶۵۹۲	۰.۱۸۴۳	۰.۰۰	۰.۸۴
		مالکیت دولت	SPBL	۴۹.۵۹	۲۰.۴۷۴	۰.۰۰	۹۹.۸۷
	حاکمیت شرکتی ضعیف	متغیر وابسته	سود تقسیمی	Div	۳۶۸.۵۴	۴۴۲.۸۵	۰.۰۰
متغیرهای مستقل		سود به دارایی‌ها	Cashflow	۰.۱۳۲	۰.۲۱۴۲۵	-۰.۲۱	۲.۹۱
		ارزش بازار به ارزش دفتری	Mvbm	۱.۹۳۴	۵.۳۲۱	-۲۶.۵۳	۷۳.۶۱
		اهرم مالی	Leverage	۰.۸۵۰	۱.۳۱۱	۰.۱۳	۱۹.۷۹
		اندازه شرکت	Size	۱۲.۸۹	۱.۱۳۴	۱۰.۵۷	۱۶.۷۶
متغیرهای حاکمیت شرکتی		سهامدار عمده	Largestshare	۶۱.۴۴۷	۱۷.۶۷۳	۲۱.۲۴	۹۹.۳۶
		اندازه هیأت مدیره	CFR	۵.۱۲	۰.۳۳۱	۵.۰۰	۶.۰۰
		استقلال هیأت مدیره	IndBoard	۰.۴۵۶	۰.۲۷۹	۰.۰۰	۰.۸۰
		مالکیت دولت	SPBL	۱۸.۸۵۸	۱۹.۳۱۹	۰.۰۰	۸۹.۶۵

متغیر وابسته سود تقسیمی در شرکت های با حاکمیت شرکتی قوی دارای میانگین و بیشنه به ترتیب ۸۷۸.۶۲ و ۷۰۰۰ می باشد در حالی که در شرکت های با حاکمیت شرکتی ضعیف دارای میانگین و بیشنه ۳۶۵.۵۴ و ۳۰۰۰ می باشد که حاکی از تفاوت قابل توجه شرکت های دارای حاکمیت شرکتی قوی در تقسیم سود می باشد. قبل از آزمون فرضیه های تحقیق ابتدا نیاز است تا با برآزش مدل زیر، شانس قوی بودن حاکمیت شرکتی مربوط به هر شرکت در هر سال را از روی مدل رگرسیون زیر بدست آورده و به شرکت ها با شانس بالاتر از ۰/۵ شرکت با حاکمیت شرکتی قوی و با شانس کمتر از ۰/۵ شرکت با حاکمیت شرکتی ضعیف اتلاق می شود.

$$Z_{it} = [1, \text{LargeShare}_{it}, \text{CFR\_VR}_{it}, \text{IndBoard}_{it}, \text{SPBL}_{it}, \text{DUAL}_{it}] \quad P\langle y=1|Z \rangle = \frac{e^{az}}{1+e^{az}}$$

برآزش مدل تعیین حاکمیت شرکتی: ابتدا با استفاده از ضریب آکاییک روش مناسب برآزش مدل رگرسیون لجستیک را تعیین می نماییم.

جدول شماره ۲: آماره AIC مدل حاکمیت شرکتی

AIC(modelf)	روش
۵۰۶.۶۲۶۴	روش رگرسیون لجستیک ساده
۵۶۳.۵۷۰۵	روش رگرسیون لجستیک پنبلی

با توجه به جدول فوق و مقایسه ضرایب آکاییک، مدل رگرسیون لجستیک ساده مناسب است چرا که میزان AIC آن کمتر می باشد. اکنون با برآزش اولیه مدل فوق ضرایب زیر بدست می آید:

جدول شماره ۳: برآزش مدل حاکمیت شرکتی

ضرایب	متغیرها
-۱.۱۷۲	مقدار ثابت
۰.۰۳۱۷	LargeShare
-۰.۶۰۴۳	CFR_VR
۲.۰۷۷۰	IndBoard
۰.۰۳۴۳	SPBL
-۷.۹۹۰۶	DUAL

سپس با استفاده از ضرایب بدست آمده و متغیرهای موجود مقدار Id (حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف) را بدست آورده و نمونه تحقیق به دو گروه با حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی تقسیم می شود که آمار توصیفی آن در فوق اشاره شد.

## آزمون فرضیه های پژوهش

## شرکت های دارای حاکمیت شرکتی قوی

بر اساس معیارهای مختلف اندازه گیری فرصت های سرمایه گذاری شامل؛ نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی و اندازه شرکت فرضیه های پژوهش آزمون می شوند. حال مدل کلی جهت آزمون فرضیه های پژوهش برای شرکت های دارای حاکمیت شرکتی قوی را برآزش می دهیم.

$$DIV_{it} = X_{it}\beta^{SCG} + u_{it}$$

$$\text{If } Z_{it} + u_{it} \geq 0$$

$$X_{it} = [1, \text{CashFlow}_{it}, \text{MVBV}_{it}, \text{Leverage}_{it}, \text{Size}_{it}]$$

نتایج حاصل از آزمون های چاو (F لیمر) برای انتخاب مدل مناسب رگرسیون در جدول زیر ارائه شده است.

جدول شماره ۴: نتیجه آزمون F لیمر

نتیجه آزمون	P-مقدار	آماره ی F	فرضیه صفر ( $H_0$ )
$H_0$ رد می شود (روش اثرات ثابت بهتر است)	< ۰.۰۱	۲.۳۸۷۹	ارجحیت روش OLS

همانطور که در جدول فوق مشاهده می نمایید فرضیه  $H_0$  که ارجحیت استفاده از روش داده های تلفیقی برای برآزش مدل رگرسیونی می باشد با توجه به اینکه P-Value عددی کمتر از ۰/۰۵ شده است (۰/۰۱)، رد می شود بنابراین از روش داده های تابلوبی جهت برآزش مدل استفاده خواهیم نمود. حال می بایست، بین مدل های اثرات ثابت و اثرات تصادفی با استفاده از آزمون هاسمن مدل مناسب تر انتخاب شود.

جدول شماره ۵: نتیجه آزمون هاسمن

نتیجه آزمون	P-مقدار	آماره ی کای دو	فرضیه صفر ( $H_0$ )
$H_0$ رد می شود (روش اثرات ثابت بهتر است)	< ۰.۰۱	۴۳.۵۵۶۷	استفاده از روش اثرات تصادفی

جدول فوق نتایج آزمون هاسمن را نشان می دهد و با توجه P-Value که برابر با ۰/۰۱ که عددی کمتر از ۰/۰۵ شده است، لذا فرضیه  $H_0$  که استفاده از اثرات ثابت می باشد رد می شود و بنابراین برای برآزش مدل رگرسیونی این فرضیات از روش اثرات ثابت استفاده می نماییم. یکی از پیش فرض های برآزش مدل اثرات ثابت اجرای آزمون قابلیت ادغام، جهت تأیید روش آزمون اثرات ثابت می باشد. فرضیه صفر رد نمی شود. اثرات ثابت مناسب می باشد.

## جدول شماره ۶: نتیجه آزمون قابلیت ادغام

نتیجه آزمون	P-مقدار	آماره F	فرضیه صفر ( $H_0$ )
$H_0$ رد نمی‌شود (روش اثرات ثابت تأیید شد)	$< 0.2321$	۱.۱۸۷۵	استفاده از روش اثرات ثابت

یکی دیگر از پیش فرض ها، انتخاب بین روش استفاده از اثرات ثابت و اثرات ثابت زمانی است که جدول زیر نتایج آزمون مقایسه بین این دو روش را ارائه نموده است.

## جدول شماره ۷: نتیجه آزمون برای انتخاب روش مناسب بین اثرات ثابت زمانی و اثرات ثابت

نتیجه آزمون	P-مقدار	F آماره	فرضیه صفر ( $H_0$ )
$H_0$ رد می‌شود (اثرات ثابت زمانی بهتر است)	$< 0.01$	۵.۲۲۷۵	استفاده از روش اثرات ثابت بهتر است

همانطور که ملاحظه می‌نمایید با توجه رد  $H_0$  مبنی بر روش اثرات ثابت، لذا استفاده از روش اثرات ثابت زمانی توصیه می‌شود. در نهایت آخرین پیش فرضی که باید برای اجرای مدل پنلی مورد بررسی قرار گیرد، ایستا بودن این مدل است و برای این منظور از آزمون دکی فولر استفاده می‌نماییم که نتایج آن در جدول ذیل آمده است.

## جدول شماره ۸: آزمون دیکی- فولر

نتیجه آزمون	P-مقدار	آماره دیکی فولر	فرضیه صفر ( $H_0$ )
$H_0$ رد می‌شود (متغیر وابسته ایستا است)	$0.01$	۶.۴۳۴۹	متغیر وابسته ایستا نیست

همانطور که در جدول فوق ملاحظه می‌شود  $p$ -value  $0.01$  شده و کمتر از  $0.05$  است. لذا  $H_0$  رد می‌شود؛ بنابراین فرضیه  $H_1$  مبنی بر ایستا بودن متغیر وابسته مورد تأیید واقع می‌شود، بنابراین برازش مدل پنل مناسب است. حال بعد از بررسی پیش فرض های مورد نیاز برای اجرای مدل پنلی، مدل رگرسیونی مربوط به فرضیه های شرکت‌های حاکمیت شرکتی قوی را برازش می‌دهیم. جدول ذیل نتایج این برازش را نشان می‌دهد.

## برازش مدل و آزمون معنی داری

جدول شماره ۹: نتایج برآورد ضرایب مدل و آزمون معنی داری آن‌ها

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	-P مقدار	نتیجه
Cashflow	۱۷۹۱.۹۶	۳۳۷.۱۰	۵.۳۱۵	<۰.۰۱	رابطه مستقیم و معنی دار
Mvbm	-۰.۰۲۴	۰.۳۴۶	-۰.۰۷۱	۰.۹۴	عدم وجود رابطه معنادار
Leverage	۸۳۹.۸۶	۱۸۱.۰۵	۴.۶۳۸	<۰.۰۱	رابطه مستقیم و معنی دار
Size	۱۰۵۶.۴۴	۱۹۵.۴۷	۵.۴۰۴	<۰.۰۱	رابطه مستقیم و معنی دار
F آماره		۷.۹۰۷			
P-Value		<۰.۰۱			

فرضیه صفر آزمون معنی دار بودن ضرایب، بیان‌کننده آن است که متغیر مستقل بر متغیر وابسته تاثیری ندارد، یعنی ضریب متغیر مستقل برابر صفر است. تصمیم در مورد پذیرش یا رد فرضیه صفر، بر اساس p-value آزمون t انجام می‌شود. در صورتی که p-value این آزمون از ۰.۰۵ کمتر باشد، فرضیه  $H_0$  مبنی بر عدم تاثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته رد شده و وجود رابطه‌ی معنادار بین متغیر مستقل و وابسته، مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

**فرضیه شماره ۱-۱:** در نظام حاکمیت شرکتی قدرتمند بین نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها (فرصت‌های سرمایه‌گذاری) و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

برای آزمون معنادار بودن کل مدل رگرسیون از آماره F و معناداری آن استفاده می‌شود. اگر سطح معناداری آماره F کمتر از سطح خطای مورد انتظار (در اینجا ۵ درصد) باشد، مدل رگرسیون در کل معنادار است. همان‌طور که در جدول شماره ۹ ملاحظه می‌شود، سطح معناداری مقدار آماره F برابر با ۰.۰۱ < است، این عدد نشان می‌دهد که مدل کلی رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد (سطح خطای ۵ درصد) معنادار است. برای آزمون معناداری ضرایب و آزمون فرضیه از معناداری آماره t استفاده می‌شود. اگر معناداری آماره مربوط به متغیر مستقل کمتر از سطح خطای آزمون باشد، معنادار بوده و در نتیجه فرضیه مورد نظر پذیرفته می‌شود، در غیر این صورت اگر معناداری آن بیش از سطح خطا باشد پذیرفته نخواهد شد. همانگونه که مشاهده می‌شود، معناداری ضریب متغیر مستقل نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها برابر ۰.۰۱ < و کمتر از سطح خطای آزمون (۵ درصد) می‌باشد. در نتیجه معنادار بوده و به عبارتی رابطه معناداری با متغیر وابسته دارد و از آنجا که ضریب آن عددی مثبت می‌باشد، لذا دارای رابطه مستقیم و معنادار می‌باشد؛ بنابراین بین نسبت سود عملیاتی به دارایی‌ها و سود تقسیمی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

**فرضیه شماره ۱-۲:** در نظام حاکمیت شرکتی قدرتمند بین نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام (فرصت های سرمایه گذاری) و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

برای این آزمون، همانگونه که مشاهده می شود، معناداری ضریب متغیر مستقل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی ها برابر ۰/۹۴ و بیشتر از سطح خطای آزمون (۵ درصد) می باشد. در نتیجه معنادار نمی باشد و به عبارتی رابطه معناداری با متغیر وابسته وجود ندارد؛ بنابراین بین نسبت سود عملیاتی به دارایی ها و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود ندارد.

**فرضیه شماره ۱-۳:** در نظام حاکمیت شرکتی قدرتمند بین نسبت ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری مجموع دارایی ها (فرصت های سرمایه گذاری) و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

مشاهده می شود که معناداری ضریب متغیر مستقل نسبت ارزش دفتری بدهی ها به مجموع دارایی ها برابر ۰/۰۱ < و کمتر از سطح خطای آزمون (۵ درصد) می باشد. در نتیجه معنادار بوده و به عبارتی رابطه معناداری با متغیر وابسته دارد و از آنجا که ضریب آن عددی مثبت می باشد، لذا دارای رابطه مستقیم و معنادار می باشد؛ بنابراین بین نسبت بدهی ها به دارایی ها و سود تقسیمی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

**فرضیه شماره ۱-۴:** در نظام حاکمیت شرکتی قدرتمند بین اندازه شرکت (فرصت های سرمایه گذاری) و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

همانگونه که مشاهده می شود، معناداری ضریب متغیر مستقل اندازه شرکت برابر ۰/۰۱ < و کمتر از سطح خطای آزمون (۵ درصد) می باشد. در نتیجه معنادار بوده و به عبارتی رابطه معناداری با متغیر وابسته دارد و از آنجا که ضریب آن عددی مثبت می باشد، لذا دارای رابطه مستقیم و معنادار می باشد؛ بنابراین اندازه شرکت و سود تقسیمی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

#### شرکت های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف

بر اساس معیارهای مختلف اندازه گیری فرصت های سرمایه گذاری شامل؛ نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی و اندازه شرکت فرضیه های پژوهش آزمون می شوند. حال مدل کلی جهت آزمون فرضیه های پژوهش برای شرکت های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف را برآش می دهیم.

$$DIV_{it} = X_{it}\beta^{WCG} + u_{2,it}$$

$$0 < \text{If } Z_{it} + u_{it}$$

$$X_{it} = [1, \text{CashFlow}_{it}, \text{MVBV}_{it}, \text{Leverage}_{it}, \text{Size}_{it}]$$

نتایج حاصل از آزمون های چاو (F لیمر) برای انتخاب مدل مناسب رگرسیون در جدول زیر ارائه شده است.

جدول شماره ۱۰: نتیجه آزمون F لیمر

فرضیه صفر ( $H_0$ )	آماره ی F	P-مقدار	نتیجه آزمون
ارجحیت روش OLS	۳.۳۴۳۴	< ۰.۰۱	$H_0$ رد می شود (روش اثرات ثابت بهتر است)

همانطور که در جدول فوق مشاهده می نمایید فرضیه  $H_0$  که ارجحیت استفاده از روش داده های تلفیقی برای برآش مدل رگرسیونی می باشد با توجه به اینکه P-Value عددی کمتر از ۰/۰۵ شده است (۰/۰۱)، رد می شود؛ بنابراین از روش داده

های تابلویی جهت برازش مدل استفاده خواهیم نمود. حال می‌بایست، بین مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی با استفاده از آزمون هاسمن مدل مناسب‌تر انتخاب شود.

جدول شماره ۱۱: نتیجه آزمون هاسمن

نتیجه آزمون	P-مقدار	آماره‌ی کای دو	فرضیه صفر ( $H_0$ )
$H_0$ رد می‌شود (روش اثرات ثابت بهتر است)	۰.۰۰۰۹	۱۳.۲۸	استفاده از روش اثرات تصادفی

جدول فوق نتایج آزمون هاسمن را نشان می‌دهد و با توجه P-Value که برابر با ۰/۰۰۹ که عددی کمتر از ۰/۰۵ شده است. لذا فرضیه  $H_0$  که استفاده از اثرات ثابت می‌باشد رد می‌شود و بنابراین برای برازش مدل رگرسیونی این فرضیات از روش اثرات ثابت استفاده می‌نماییم. یکی از پیش فرض‌های برازش مدل اثرات ثابت اجرای آزمون قابلیت ادغام، جهت تأیید روش آزمون اثرات ثابت می‌باشد.

جدول شماره ۱۲: نتیجه آزمون قابلیت ادغام

نتیجه آزمون	P-مقدار	آماره‌ی F	فرضیه صفر ( $H_0$ )
$H_0$ رد نمی‌شود (روش اثرات ثابت تأیید شد)	$< ۰.۲۳۲۱$	۱.۱۸۷۵	استفاده از روش اثرات ثابت

همانطور که در جدول فوق مشاهده می‌نمایید فرضیه صفر رد نمی‌شود بنابراین روش اثرات ثابت مناسب می‌باشد. یکی دیگر از پیش فرض‌ها، انتخاب بین روش استفاده از اثرات ثابت و اثرات ثابت زمانی است که جدول زیر نتایج آزمون مقایسه بین این دو روش را ارائه نموده است.

جدول شماره ۱۳: نتیجه آزمون برای انتخاب روش مناسب بین اثرات ثابت زمانی و اثرات ثابت

نتیجه آزمون	P-مقدار	F آماره‌ی	فرضیه صفر ( $H_0$ )
$H_0$ رد نمی‌شود (اثرات ثابت بهتر است)	۰.۱۵۳۱	۱.۵۸۷۸	استفاده از روش اثرات ثابت بهتر است

همانطور که ملاحظه می‌نمایید با توجه عدم رد  $H_0$  مبنی بر روش اثرات ثابت، لذا استفاده از روش اثرات ثابت زمانی توصیه نمی‌شود. در نهایت آخرین پیش فرضی که باید برای اجرای مدل پنلی مورد بررسی قرار گیرد، ایستا بودن این مدل است و برای این منظور از آزمون دکی فولر استفاده می‌نماییم که نتایج آن در جدول ذیل آمده است.

جدول شماره ۱۴: آزمون دیکی - فولر

نتیجه آزمون	P-مقدار	آماره ی دیکی فولر	فرضیه صفر ( $H_0$ )
$H_0$ رد می‌شود (متغیر وابسته ایستا است)	۰/۰۱	-۷.۱۷۹	متغیر وابسته ایستا نیست

همانطور که در جدول فوق ملاحظه می‌شود  $p\text{-value}$  ۰/۰۱ شده و کمتر از ۰/۰۵ است لذا  $H_0$  رد می‌شود؛ بنابراین فرضیه  $H_1$  مبنی بر ایستا بودن متغیر وابسته مورد تأیید واقع می‌شود، بنابراین برازش مدل پنل مناسب است. حال بعد از بررسی پیش فرض‌های مورد نیاز برای اجرای مدل پنلی، مدل رگرسیونی مربوط به فرضیه‌های شرکت‌های حاکمیت شرکتی ضعیف را برازش می‌دهیم. جدول ذیل نتایج این برازش را نشان می‌دهد.

## برازش مدل و آزمون معنی داری

جدول شماره ۱۵: نتایج برآورد ضرایب مدل و آزمون معنی داری آن‌ها

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره ی t	P-مقدار	نتیجه
Cashflow	۳۷۵.۶۲	۲۳۵.۴۸	۱.۴۸۱	۰.۱۴۰	عدم وجود رابطه معنادار
Mvbm	۰.۵۰۷	۰.۱۹۵	۲.۵۹۲	۰.۰۱۰	رابطه مستقیم و معنی دار
Leverage	-۶۰.۱۹۱	۳۹.۴۶۸	-۱.۵۲۵	۰.۱۲۹	عدم وجود رابطه معنادار
Size	۲۲۷.۱۳	۸۳.۴۰۷	۲.۷۲۳	۰.۰۰۷	رابطه مستقیم و معنی دار
F آماره	۳.۶۵۴۸				
P-Value	۰.۰۰۶				

فرضیه صفر آزمون معنی دار بودن ضرایب، بیان کننده آن است که متغیر مستقل بر متغیر وابسته تاثیری ندارد، یعنی ضریب متغیر مستقل برابر صفر است. تصمیم در مورد پذیرش یا رد فرضیه صفر، بر اساس  $p$ -value آزمون  $t$  انجام می‌شود. در صورتی که  $p$ -value این آزمون از ۰.۰۵ کمتر باشد، فرضیه  $H_0$  مبنی بر عدم تاثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته رد شده و وجود رابطه‌ی معنادار بین متغیر مستقل و وابسته، مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

**فرضیه شماره ۱-۲:** در نظام حاکمیت شرکتی ضعیف بین نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها (فرصت‌های سرمایه‌گذاری) و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

برای آزمون معنادار بودن کل مدل رگرسیون از آماره  $F$  و معناداری آن استفاده می‌شود. اگر سطح معناداری آماره  $F$  کمتر از سطح خطای مورد انتظار (اینجا ۵ درصد) باشد، مدل رگرسیون در کل معنادار است. همان‌طور که در جدول فوق ملاحظه می‌شود، سطح معناداری مقدار آماره  $F$  برابر با ۰.۰۰۶ است، این عدد نشان می‌دهد که مدل کلی رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد (سطح خطای ۵ درصد) معنادار است. برای آزمون معناداری ضرایب و آزمون فرضیه از معناداری آماره  $t$  استفاده می‌شود. اگر معناداری آماره مربوط به متغیر مستقل کمتر از سطح خطای آزمون باشد، معنادار بوده و در نتیجه فرضیه مورد نظر پذیرفته می‌شود، در غیر این صورت اگر معناداری آن بیش از سطح خطا باشد پذیرفته نخواهد شد. همانگونه که مشاهده می‌شود، معناداری ضریب متغیر مستقل نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها برابر ۰.۱۴ و بیشتر از سطح خطای آزمون (۵ درصد) می‌باشد. در نتیجه معنادار نمی‌باشد و به عبارتی رابطه معناداری با متغیر وابسته ندارد؛ بنابراین بین نسبت سود عملیاتی به دارایی‌ها و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود ندارد.

**فرضیه شماره ۲-۲:** در نظام حاکمیت شرکتی ضعیف بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (فرصت‌های سرمایه‌گذاری) و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

برای این آزمون، همانگونه که مشاهده می‌شود، معناداری ضریب متغیر مستقل نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها برابر ۰.۰۱ و کمتر از سطح خطای آزمون (۵ درصد) می‌باشد. در نتیجه معنادار بوده و به عبارتی رابطه معناداری با متغیر وابسته دارد و از آنجا که ضریب آن عددی مثبت می‌باشد لذا دارای رابطه مستقیم و معنادار می‌باشد؛ بنابراین بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و سود تقسیمی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

**فرضیه شماره ۲-۳:** در نظام حاکمیت شرکتی ضعیف بین نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها (فرصت‌های سرمایه‌گذاری) و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

همانگونه که مشاهده می‌شود، معناداری ضریب متغیر مستقل نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها برابر ۰.۱۲۹ و بزرگتر از سطح خطای آزمون (۵ درصد) می‌باشد. در نتیجه معنادار نبوده و به عبارتی رابطه معناداری با متغیر وابسته وجود ندارد؛ بنابراین بین نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود ندارد.

**فرضیه شماره ۲-۴:** در نظام حاکمیت شرکتی ضعیف بین اندازه شرکت (فرصت‌های سرمایه‌گذاری) و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

معناداری ضریب متغیر مستقل اندازه شرکت برابر ۰.۰۰۷ و کمتر از سطح خطای آزمون (۵ درصد) می‌باشد. در نتیجه معنادار بوده و به عبارتی رابطه معناداری با متغیر وابسته دارد و از آنجا که ضریب آن عددی مثبت می‌باشد، لذا دارای رابطه مستقیم و معنادار می‌باشد؛ بنابراین اندازه شرکت و سود تقسیمی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

## ۶- بحث و نتیجه‌گیری

گروه شماره ۱ فرضیه‌های پژوهش بر اساس چهار شاخص متفاوت فرصت‌های سرمایه‌گذاری، در یک مدل رگرسیون کلی بررسی شد. متغیر مستقل اول مربوط به فرضیه شماره ۱-۱ (نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها) می‌باشد که با توجه به سطح معناداری آن (برابر ۰.۰۱) معنادار و ضریب آن برابر ۱۷۹۱/۹۷ و مثبت که به معنای وجود رابطه مستقیم با متغیر

وابسته سود تقسیمی می باشد، در نتیجه نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی ها رابطه مستقیمی با سود تقسیمی در شرکت ها با حاکمیت شرکتی قوی دارد. به بیان دیگر در شرکت های با حاکمیت شرکتی قدرتمند با افزایش نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی های شرکت، میزان سود تقسیمی به سهامداران نیز افزایش می یابد. نتایج این فرضیه با نتایج ناکور و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۶)، آمید و آبور<sup>۲</sup> (۲۰۰۶)، آنیل و کاپور<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) و تقوی و سعیدی (۱۳۸۲) مطابقت دارد. متغیر مستقل دوم مربوط به فرضیه شماره ۱-۲ (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) بعنوان دومین معیار سنجش فرصت سرمایه گذاری شرکت در این پژوهش می باشد. متغیر مستقل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام با توجه به سطح معناداری آن (برابر ۰/۹۴) معنادار نمی باشد، در نتیجه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری با سود تقسیمی ندارد. به بیان دیگر با تغییر در نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت، میزان سود تقسیمی تغییری نخواهد داشت. متغیر مستقل سوم مربوط به فرضیه شماره ۱-۳ (نسبت ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری مجموع دارایی ها) بعنوان معیار فرصت سرمایه گذاری شرکت می باشد. متغیر نسبت ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری مجموع دارایی ها با توجه به سطح معناداری آن (برابر ۰/۰۱) معنادار و ضریب آن برابر ۸۳۹/۸۶۷ و مثبت که به معنای وجود رابطه مستقیم با متغیر وابسته تقسیم سود می باشد. در نتیجه نسبت ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری مجموع دارایی ها رابطه مستقیمی با سود تقسیمی دارد. به بیان دیگر با افزایش نسبت ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری مجموع دارایی ها شرکت، میزان سود تقسیمی نیز بیشتر است. تقوی و سعیدی در تحقیق خود که در سال ۱۳۸۲ انجام دادند و همچنین جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) و ناکور و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) نیز به نتیجه مشابهی در این زمینه دست یافتند. متغیر مستقل چهارم نیز مربوط به فرضیه شماره ۱-۴ (اندازه شرکت) بعنوان معیار فرصت سرمایه گذاری شرکت می باشد. متغیر اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری آن (برابر ۰/۰۱) معنادار و ضریب آن برابر ۱۰۵۶/۴۵ و مثبت که به معنای وجود رابطه مستقیم با متغیر وابسته تقسیم سود می باشد. در نتیجه اندازه شرکت رابطه مستقیمی با سود تقسیمی دارد. به بیان دیگر با بزرگتر شدن اندازه شرکت، میزان سود تقسیمی نیز بیشتر است. در این زمینه جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) به نتیجه مشابهی دست یافتند و کوکی و گیزانی<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) به نتیجه متفاوتی رسید.

گروه شماره ۲ فرضیه های پژوهش نیز با استفاده از چهار شاخص فوق الذکر تدوین گردید با این تفاوت که مدل این فرضیه ها بر روی شرکت های نمونه با حاکمیت شرکتی ضعیف برآزش داده شدن و نتایج بصورت زیر ارائه می گردد. فرضیه شماره ۱-۲ به بررسی رابطه نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی ها و سود تقسیمی در شرکت ها با حاکمیت شرکتی ضعیف اختصاص دارد. با توجه به آزمون انجام شده و سطح معناداری آزمون که برابر با ۰/۱۴ می باشد، فرضیه شماره ۱-۲ پذیرفته نمی شود. فرضیه ۲-۲ نیز مشابه با فرضیه ۱-۲ به بررسی رابطه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و سود تقسیمی اختصاص دارد با این تفاوت که بر روی شرکت ها با حاکمیت شرکتی ضعیف برآزش داده می شود. در آزمون این فرضیه بر خلاف فرضیه شماره ۱-۲، ضریب متغیر مستقل معنادار می باشد و فرضیه پذیرفته می شود. فرضیه شماره ۲-۳ مشابه با فرضیه شماره ۱-۳ مربوط به بررسی رابطه نسبت ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری مجموع دارایی ها و سود می باشد با این تفاوت که بر روی شرکت ها با حاکمیت شرکتی ضعیف برآزش داده شده است. نتایج آزمون این فرضیه بر خلاف فرضیه شماره ۲-۳، ضریب معنادار متغیر مستقل معنادار نمی باشد و فرضیه رد می شود و در نهایت فرضیه شماره ۲-۴ مشابه با فرضیه ۱-۴ به بررسی رابطه اندازه شرکت و سود تقسیمی اختصاص دارد با این تفاوت که بر روی شرکت ها با حاکمیت شرکتی

<sup>1</sup> - Naukor et al

<sup>2</sup> - Amid and abor

<sup>3</sup> - Anil and Kapoor

<sup>4</sup> - Nakuru et al

<sup>5</sup> - Cookie and Gizani

ضعیف برآزش داده شده است. در آزمون این فرضیه همانند فرضیه ۱-۴، ضریب متغیر مستقل معنادار می باشد و فرضیه پذیرفته می شود.

در بررسی اولیه نتایج فرضیه های پژوهش می توان چنین استنباط نمود که فرصت های سرمایه گذاری شرکت بر تقسیم سود در بین سهامداران موثر می باشد و این نتیجه با نتایج تحقیق برومند (۱۳۸۸) و جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) منطبق بوده و با پژوهش های جی یانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) و سینایی (۱۳۸۹) تطابق ندارد و با بررسی و مقایسه نتایج دو گروه فرضیه های تحقیق، فقط نتایج فرضیه شماره ۱-۴ و شماره ۲-۴ که با استفاده از متغیر اندازه شرکت، رابطه فرصت سرمایه گذاری شرکت با سود تقسیمی آن را در شرکت های با حاکمیت شرکتی قدرتمند و ضعیف اندازه گیری نموده است با هم منطبق می باشند ولی در سایر فاکتور تضاد نتایج در دو گروه فرضیه مشاهده می شود و این بدین معنی است که میزان قدرت حاکمیت شرکتی شرکت ها بر رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و تقسیم سود بین سهامداران تأثیرگذار می باشد که این نتیجه با نتیجه تحقیق عبدالسلام و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) و کوکی و گیزانی (۲۰۰۹) مطابقت دارد و با نتیجه پژوهش ستایش و کاظم زاده (۱۳۹۳) در تضاد می باشد.

بر اساس نتایج حاصل از پژوهش و پذیرش وجود رابطه مثبت و معنادار در بین پنج فاکتور از هشت فاکتور سنجش فرصت سرمایه گذاری با تقسیم سود می توان وجود چنین رابطه مثبتی را تأیید نمود، لذا به سرمایه گذارانی که یکی از اهداف آن ها در سرمایه گذاری ها، میزان سود تقسیمی شرکت می باشد توصیه می شود در تصمیم گیری های خود به این موضوع توجه کنند و این امر را لحاظ دارند که اطلاعات فرصت سرمایه گذاری شرکت می تواند بعنوان یکی از شاخص های انتخاب سهام هدف آن ها برای سرمایه گذاری باشد. از طرف دیگر با توجه به اینکه وجود رابطه مثبت و معنادار بین فرصت سرمایه گذاری و سود تقسیمی در گروه شرکت های با حاکمیت شرکتی قدرتمند با تأیید سه فرضیه از چهار فرضیه مورد تأیید قرار گرفت. لذا حاکمیت شرکتی قوی نیز ملاک مناسبی جهت تأیید وجود چنین شاخصی در شرکت می باشد. همچنین به شرکت های سرمایه پذیر پیشنهاد می شود با افشای اطلاعات مرتبط با حاکمیت شرکتی و فرصت های سرمایه گذاری شرکت، زمینه ای را برای آگاهی بیشتر سرمایه گذاران بالقوه فراهم نمایند تا بدین وسیله موجبات جذب آن گروه از سرمایه گذاران که سود تقسیمی، حاکمیت شرکت و فرصت سرمایه گذاری را مدنظر قرار می دهند فراهم نمایند.

یکی از مهمترین محدودیت های این پژوهش این است که متغیرهای متنوعی برای سنجش میزان حاکمیت شرکتی و همچنین فرصت سرمایه گذاری موجود می باشد که با توجه به محدودیت زمانی از تعداد بخصوصی از این متغیرها در این پژوهش بهره برده ایم که امکان متفاوت بودن نتایج در صورت استفاده از سایر متغیرها وجود دارد. در فرایند پژوهش علمی، مواردی وجود دارد که خارج از کنترل پژوهشگر است و به طور بالقوه می تواند نتایج پژوهش را تحت تاثیر قرار دهد. به همین دلیل تا جای ممکن باید این عوامل مورد کنترل قرار گیرد. لذا ممکن است برخی از متغیرهای تأثیرگذار (مانند تورم، شرایط سیاسی و ...) مورد کنترل قرار نگرفته باشند.

## منابع

۱. ابراهیمی کردلر، علی. (۱۳۸۶). "نظام راهبری شرکت و نقش سهامداران نهادی در آن". مجله دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۸، ص ۲۴-۲۰.
۲. اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ بیگدلو، مهدی. (۱۳۸۵). "همسنگی بازده و ریسک فرصت های جایگزین سرمایه گذاری در ایران"، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴، صص ۱۵-۳۲.

<sup>1</sup> - Ji Young et al

<sup>2</sup> - Abdul Salam et al

۳. اسکندر، هدی. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین سیاستهای تقسیم سود و مالکین نهادی در بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
۴. بهرامفر، نقی؛ مهرانی، کاوه. (۱۳۸۳). "رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۶.
۵. پوریانسیب، احسان؛ و حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۴). "نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکت های سهامی". ماهنامه حسابداری، صص ۱۶۴.
۶. تقوی، مهدی؛ سعیدی، پرویز. (۱۳۸۲). "بررسی عوامل مؤثر بر سیاست های تقسیم سود نقدی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله اقتصاد و مدیریت، دانشگاه آزاد، شماره ۵۷.
۷. تهرانی، رضا. (۱۳۸۷). "مدیریت مالی"، انتشارات نگاه دانش، چاپ چهارم، صص ۴۵۲-۴۵۶.
۸. جهانخانی، علی؛ قربانی، سعید. (۱۳۸۴). "شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، صص ۲۷-۴۸.
۹. حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۴). "فلسفه حسابرسی"، انتشارات علمی و فرهنگی، چاپ اول.
۱۰. ستایش، محمد حسین؛ کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۹۳). "بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۱، صص ۵۱-۲۹.
۱۱. گرمودی لطف آبادی، بابک. (۱۳۸۴). "بررسی تاثیر هزینه های نمایندگی بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه مازندران.
۱۲. نمازی، محمد؛ کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳.
13. Anil K., and S. Kapoor (2008). "Determinants of Dividend Payout Ratios - A Study of Indian Information Technology Sector", International Research Journal of Finance and Economics, Vol.15.63-71.
14. Abdelsalam, O. EL-Masry, A. and Elsegini, S. (2008). Board Composition, Ownership structure and dividend policies in an emerging Market. Journal of Managerial Finance. Vol. 34, No. 12, pp. 953-964.
15. Amidu, Mohammed & Abor, Joshua (2006). "Determinants of dividend payout ratios in Ghana". The Journal of Risk Finance. Vol. 7 No. 2. 136-145.
16. Baker, H.K., Farrelly, G.E., and R.B., Edelman, (2001). "Factors Influencing on Dividend Policy of Nasdaq firms", Financial Review, Vol. 38, 19-38.
17. Bhattacharya, S. (1979). "Imperfect Information: Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy". Bell Journal of Economics, 259-270.
18. Bichara, L. (2008). "Institutional Ownership and Dividend Policy: A Framework based on tax clientele", information signals and Agency costs. Ph. D Dissertation. University of North Texas.
19. Black F, (1976), "The Dividend puzzle", 2, pp.5-8.
20. Cooper, W. and Ijiri, Y. (1983). "Kohler's Dictionary for Accountant's". Sixth edition. Prentice-Hall.

21. Fama, E. (1980). "Agency problems and the theory of the firm". *Journal of Political Economy*. Vol. 88, No. 2, 288-307.
22. He, W. (2009). "Agency Problems, Product Market Competition and Dividend Policy in Japan". [Accounting & Finance](#). [Vol 52, Issue 3](#), 873-901.
23. Jiyoung, K., Hyunjoon, K., David, W, (2011), "Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry". *Journal of Corporate Finance*.
24. Kouki, M., & Guizani, M. (2009). "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from the Tunisian Stock Market". *European Journal of Scientific Research*. Vol. 25, (1), 42-53
25. Kumar, J. (2003). Does Ownership Structure Influence Firm value? Evidence from India. Working paper. [Online]. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
26. Lin, Z. J. and M. Liu. (2009). "the Impact of Corporate Governance on Auditor Choice: Evidence from China". *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 18, 44-59.
27. Lin, Kun-Li., Shen, Chung-Hua. (2012). "The Impact of Corporate Governance on the Relationship between Investment Opportunities and Dividend Policy: An Endogenous Switching Model Approach", *Journal of Financial Studies*, VOL 14, 125-145.
28. Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment" *Journal of American Economic Review*, 48: 97-261.
29. Naceur, S. Goaid, M. and Belanes. A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*. Vol. 6, No.1, pp. 1-23.
30. Short, H., Zhang, H. & Keasey, K. (2002). "The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership". *Journal of Corporate Finance*, Vol 8, 105-122.
31. Zeckhauser R.J., & Pound, J. (1990). "Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance in Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, Hubbard RG (ed.)". The University of Chicago Press: Chicago and London; 149-180

# Effect of corporate governance mechanisms on the relationship between investment opportunities and dividend policy

Marziyeh Nikooie<sup>1</sup>, Farzin Khoshkar<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Lecturer in Naser Khosro Institute of Higher Education, Saveh, Iran.

<sup>2</sup>MA Student of Accounting, Islamic Azad University, East Tehran Branch, Tehran, Iran.

---

## Abstract

The aim of this study was to investigate the role of corporate governance on the relationship between investment opportunities and profit sharing. For this purpose, we divided the population under study into two groups, the companies with strong corporate governance, and the companies with weak corporate governance, and then we investigated the relationship between investment opportunities and dividends in these two groups.

This research is based on a survey conducted on 93 companies listed in Tehran Stock Exchange from 2010 to 2016, and the associated data has been analyzed based on panel data methods in R software.

The results yielded from testing hypothesis indicated that in firms with strong corporate governance, there is a significant relationship between the ratio of book value of liabilities to assets and the firm size and dividends, while there is no significant relationship between the ratio of market value to book value of shareholders' equity and dividend.

In addition, in firms with weak corporate governance, there is a significant relationship between the variables of market value and book value of shareholders' equity and firm size and dividends, while there is no significant relationship between the ratios of operating profit to total assets and the ratio of book value of liabilities to total assets and dividends.

**Keywords:** corporate governance, dividends, book value to market value of shareholders' equity, the ratio of operating profit to total assets

---