





دانشگاه آزاد اسلامی  
واحد مرودشت

پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد M.A.  
گرایش: حسابداری

عنوان:  
سیاست سود تقسیمی از منظر تئوری نمایندگی

استاد راهنما:  
جناب آقای دکتر جواد مرادی

استاد مشاور:  
جناب آقای دکتر هاشم ولی پور

نگارش:  
سیده سارا موسوی

زمستان ۱۳۸۹

تقدم به

پیشگام حضرت ولیعهد سرکار کلاهد بر مکان نمانظر و یاری کرامت. به امید آنکه دانش اندوخته شده در برین را بسلامت (عجل اولیک النرج)

و جود پر حیرت مادم

که در تمام سختی‌ها و تنهایی عشق ما در فراز و نشیب سبزه‌ها بر وارستگی تقادم در مریه مستم به روی هدایم کام بردارم او که نورشید و جودش تاریکی علم را روشن ساخت تا  
بِوایم نظرت و بی‌ظانگی اش بر کیم که چراغ راه رحمت باشد. تقدم به او که در کنگص یکمکشان زور و ستاره درین است.

و جود پر سخاوت مادم

که از ابتدا هیچ چیز آموختن را به من آموخت که آراش را با مهربی مکن بیعتا بزوایم آرووه. بیه وزم.

رپاس واقفنا بیکران او که آتو فیرا توان آن داد تا در نمانی ملان خفته و کتم و پس از این کلامی نکالیم که قلم درد تم نهاد و آنکه. چه خوش قلم را به من آموختند و ارتداد از کلمه مرا امید آن دادند تا از  
ارزش قلم نبراهم بکارم آنچه در توان من است. از آن جمله از جناب آقا که بتو ادرادی تا در این نام که یک ساله نزد او کوشه انجی آمان و ریخیش است و هر واره با صبر و دیانت شیخ با من به راه بوده  
انداکال اشک را دارم.

از جناب آقا که ترا شرم و انپور ارتدا شوم که در طبع پیوره تحریه یابد. شیز از این بی‌بازی و گمنان ز خویش مرا بهره منماخته اند. پاسکنا زار هم پوزیدن از جناب آقا که خندین غلیظم تر لیت کنک میان که با  
حضور خوب بجلد. ربهیت بنشیند پاسکنا زارم و رپاس دنیا تمای من تقیه به بر کار غایم رهیا شاور که دیشک طایر میزدن بر لعل من کون زود و گله پندشمان بر واره در قاب خاطر م با قیارت.

## چکیده

پرداخت سود سهام یکی از اطلاعات مورد توجه سرمایه‌گذاران در اخذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است که عوامل مختلفی می‌تواند بر آن اثرگذار باشد. از جمله‌ی این عوامل می‌توان به ساختار مالکیت شرکت‌ها اشاره کرد. گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران می‌توانند اثرات متفاوتی روی عملکرد شرکت و همچنین پرداخت سود سهام داشته باشند. سؤال اصلی این است که آیا پرداخت سود سهام، در انطباق با اهداف فرصت طلبانه مطرح در متون نمایندگی صورت می‌گیرد و اعضای غیرموظف هیأت مدیره بر نحوه توزیع سود مؤثر هستند؟ و آیا می‌توان این متغیرها را (به طور غیرمستقیم) جایگزین یا مکمل کاهش هزینه نمایندگی تلقی نمود؟ در این مطالعه درصدد پاسخ‌گویی به این سؤال خواهیم بود. بدین منظور، اطلاعات ۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۷ با استفاده از تکنیک‌های آماری مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل نشان می‌دهد که بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره، ساختار دارایی ثابت، ریسک تجاری و نسبت بدهی با نسبت پرداخت سود سهام رابطه منفی وجود دارد. همچنین بین سودآوری، نقدینگی، و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با نسبت پرداخت سود سهام رابطه مثبت و معنی‌داری مشاهده شد. اندازه شرکت و فرصت سودآوری بر نسبت پرداخت سود سهام مؤثر نیستند.

.....عنوان	
.....چکیده	
<b>فصل اول کلیات پژوهش</b>	<b>۱</b>
۱-۱- مقدمه	۲
۱-۲- بیان مسئله	۴
۱-۳- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق	۶
۱-۴- اهداف تحقیق	۷
۱-۵- فرضیات تحقیق	۷
۱-۶- مبانی نظری فرضیه های تحقیق	۸
۱-۶-۱- نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره	۸
۱-۶-۲- سودآوری	۹
۱-۶-۳- نقدینگی	۱۰
۱-۶-۴- ساختار دارایی	۱۰
۱-۶-۵- ریسک تجاری	۱۰
۱-۶-۶- اندازه شرکت	۱۱
۱-۶-۷- فرصت رشد	۱۲
۱-۶-۸- سطح بدهی	۱۲
۱-۶-۹- درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره	۱۳
۱-۷-۱- قلمرو تحقیق	۱۴
۱-۷-۱-۱- قلمرو زمانی	۱۴
۱-۷-۱-۲- قلمرو مکانی	۱۴
۱-۷-۱-۳- قلمرو موضوعی	۱۴
۱-۸- شرح واژه ها و اصطلاحات	۱۴
..... خلاصه فصل	۱۶
<b>فصل دوم مروری بر ادبیات تحقیق</b>	<b>۱۷</b>
۱-۲- مقدمه	۱۸
۲-۲- تاریخچه مختصری از بازار بورس	۱۸
۳-۲- سیاست تقسیم سود	۲۰
۴-۲- سیاست تقسیم سود شرکتها و لزوم توجه بورس به شفاف سازی آن	۲۱
۵-۲- حمایت از سهامدار و سیاست تقسیم سود	۲۲
۶-۲- تئوری دوره عمر	۲۳

۲۴	۷-۲ هدف‌های سیاست تقسیم سود.....
۲۴	۱-۷-۲ سود انباشته به عنوان یکی از منابع تأمین مالی.....
۲۵	۲-۷-۲ حفظ ساختار سرمایه.....
۲۵	۱-۲-۷-۲ انعطاف پذیری در تأمین مالی.....
۲۵	۲-۲-۷-۲ سیاست تقسیم سود باقیمانده.....
۲۷	۳-۷-۲ نیاز سهامداران.....
۲۷	۴-۷-۲ محدودیت‌های قانونی.....
۲۸	۸-۲ چرا شرکت‌ها اقدام به پرداخت سود می‌کنند.....
۲۹	۹-۲ روش‌های مختلف تسهیم سود.....
۲۹	۱-۹-۲ پرداخت سود ثابت.....
۲۹	۲-۹-۲ پرداخت سود متغیر.....
۳۰	۳-۹-۲ پرداخت ثابت به اضافه مبلغ اضافی.....
۳۱	۱۰-۲ اطلاعات نامتقارن.....
۳۳	۱-۱۰-۲ مدل علامت دهی و بار اطلاعاتی سود سهام.....
۳۴	۲-۱۰-۲ هزینه نمایندگی.....
۳۵	۳-۱۰-۲ تئوری وجوه نقد آزاد.....
۳۷	۱۱-۲ تئوری نمایندگی.....
۳۸	۱۲-۲ مشکلات نمایندگی.....
۳۹	۱۳-۲ تضاد نمایندگی سهامدار در مقابل مدیریت.....
۴۰	۱۴-۲ حاکمیت شرکتی.....
۴۲	۱۵-۲ مروری بر مطالعات پیشین.....
۴۲	۱-۱۵-۲ تحقیق‌های انجام شده در خارج از کشور.....
۴۵	۲-۱۵-۲ تحقیق‌های انجام شده در داخل کشور.....
۴۶	خلاصه فصل.....
۴۸	<b>فصل سوم روش تحقیق.....</b>
۴۹	۱-۳ مقدمه.....
۴۹	۲-۳ روش تحقیق.....
۵۰	۳-۳ فرضیه‌های تحقیق.....
۵۱	۴-۳ متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آنها.....
۵۱	۱-۴-۳ متغیر وابسته.....
۵۲	۲-۴-۳ متغیر مستقل.....
۵۲	۱-۲-۴-۳ نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره.....

۵۲	.....۳-۴-۲-۲-۲- نقدینگی
۵۲	.....۳-۴-۲-۳- فرصت رشد
۵۳	.....۳-۴-۲-۴- درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره
۵۳	.....۳-۴-۳- متغیرهای کنترلی
۵۳	.....۳-۴-۱- اندازه شرکت
۵۴	.....۳-۴-۲- ریسک سیستماتیک
۵۴	.....۳-۴-۳- نسبت بدهی
۵۵	.....۳-۴-۴- سودآوری
۵۵	.....۳-۴-۲-۵- ساختار دارایی مشهود (ثابت)
۵۵	.....۳-۵- جامعه آماری
۵۶	.....۳-۶- نمونه و روش نمونه گیری
۵۶	.....۳-۷- قلمرو زمانی تحقیق
۵۶	.....۳-۸- روش جمع آوری اطلاعات
۵۷	.....۳-۹- روش تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها
۵۷	.....۳-۱۰- آزمون‌های آماری
۵۷	.....۳-۱۰-۱- رگرسیون چند متغیره
۵۹	.....۳-۱۰-۲- رگرسیون لاجستیک
۶۱	.....۳-۱۰-۳- روش آزمون فرضیه‌ها
۶۲	.....۳-۱۰-۴- تحلیل واریانس
۶۳	.....۳-۱۰-۵- تحلیل همبستگی
۶۵	.....۳-۱۱- آزمون معنی دار بودن R
۶۷	.....۳-۱۲- آزمون معنادار بودن در الگوی رگرسیون
۶۷	.....۳-۱۲-۱- آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون
۶۷	.....۳-۱۲-۲- آزمون معنادار بودن ضرایب
۶۸	.....۳-۱۲-۳- تعیین صحت مدل رگرسیونی و بررسی تأثیر مدل ارائه شده
۶۹	..... خلاصه فصل
۷۰	..... <b>فصل ۴ تجزیه و تحلیل داده‌ها</b>
۷۱	.....۴-۱- مقدمه
۷۱	.....۴-۲- توصیف داده‌ها
۷۲	.....۴-۳- تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها
۷۲	.....۴-۳-۱- آزمون نرمال بودن متغیر وابسته
۷۴	.....۴-۳-۲- تحلیل همبستگی

۷۵	..... ۳-۳-۴ خلاصه مدل
۷۶	..... ۴-۳-۴ آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون
۷۷	..... ۵-۳-۴ ارائه مدل بهینه
۷۹	..... ۶-۳-۴ مدل لاجستیک
۸۰	..... ۱-۶-۳-۴ آزمون کای اسکور
۸۰	..... ۲-۶-۳-۴ آزمون هوسمر
۸۱	..... ۳-۶-۳-۴ ارائه مدل
۸۲	..... ۴-۴ آزمون فرضیه‌ها
۸۴	..... ۵-۴ تعیین صحت مدل رگرسیون و بررسی تأثیر مدل ارائه شده
۸۴	..... خلاصه فصل
۸۵	..... فصل پنجم نتیجه‌گیری و پیشنهادات
۸۶	..... ۱-۵ مقدمه
۸۶	..... ۲-۵ نتیجه‌گیری
۹۳	..... ۳-۵ پیشنهادات مبتنی بر نتایج تحقیق
۹۴	..... ۴-۵ پیشنهادات برای تحقیقات آتی
۹۴	..... ۴-۵ محدودیت‌های تحقیق
۹۵	..... پیوست
۱۵۲	..... منابع

#### فهرست جداول

۷۲	..... ۱-۴ آمار توصیفی
۷۲	..... ۲-۴ آزمون کولموگروف اسمیروف
۷۴	..... ۳-۴ ماتریس همبستگی
۷۵	..... ۴-۴ خلاصه مدل
۷۶	..... ۵-۴ ANOVA
۷۸	..... ۶-۴ معناداری ضرایب
۷۹	..... ۷-۴ خروجی ضرایب
۸۰	..... ۸-۴ آزمون کای اسکور
۸۰	..... ۹-۴ آزمون هوسمر
۸۰	..... ۱۰-۴ جدول طبقه بندی
۸۱	..... ۱۱-۴ جدول معناداری ضرایب



فصل اول

کالیٹ پروپس

## ۱-۱- مقدمه

بازار سرمایه به عنوان نبض اقتصادی کشورهای توسعه یافته، یکی از مهم‌ترین منابع تأمین مالی و ابزار تخصیص کارآمد منابع تلقی می‌گردد، که در رویکردهای اثباتی<sup>۱</sup> جهت تبیین الگوهای رفتاری بازار و سرمایه‌گذاران، همواره در کانون توجه محققین و پژوهشگران مالی و حسابداری قرار دارد. علی‌رغم وجود نواقصی در ساختار بورس اوراق بهادار تهران و عدم آشنایی خانوارهای ایرانی با سرمایه‌گذاری‌های مالی، بورس اوراق بهادار هم‌چنان از جذابیت‌هایی برای سرمایه‌گذاری برخوردار است و مطالعه پیرامون آن می‌تواند، در بهبود الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران و تخصیص بهینه منابع اقتصادی کشور مؤثر باشد. سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، کسب منافع از محل سود تقسیمی شرکت‌ها و افزایش قیمت سهام را هدف قرار داده، به امید افزایش بازدهی و ثروت به سفته‌بازی می‌پردازند. در این راستا، اتخاذ سیاست‌های سود تقسیمی مناسب، از جمله مسایلی است که می‌تواند بر علایق و انگیزه‌های سرمایه‌گذاران و هدایت منابع بازار مؤثر باشد. تاکنون مطالعات متعددی در این خصوص انجام شده و تحلیل‌های مختلفی پیرامون عوامل مؤثر بر سیاست سود تقسیمی شرکت‌ها صورت گرفته است. یکی از مسایلی که در این زمینه مطرح و مورد بررسی محققان قرار گرفته است، مسأله نمایندگی مرتبط با انگیزه‌های توزیع سود از دید صاحبان منافع است. در شرکت‌های سهامی عام، مدیران، مالکان و اعتباردهندگان شرکت، از منظر موقعیت تصمیم‌گیری و انگیزه‌های اقدامی، متفاوت در نظر گرفته می‌شوند و همسان‌سازی نگرش این گروه‌ها، همواره به عنوان یکی از

---

<sup>۱</sup> Positive approach

دغدغه‌های اصلی مالکان مورد توجه خاص بوده و در متون مربوطه، مورد مطالعه قرار گرفته است. از دیدگاه نظری، سیاست‌های اتخاذی از سوی صاحبان منافع، متأثر از دیدگاه فرصت‌طلبانه و منفعت‌نگر آنان است و به نحوی اقدام می‌نمایند، که حداکثر منافع را برای شخص ایشان در پی داشته باشد. حال آن‌که مالکان شرکت، درصدد بهره‌برداری از منابع و توانایی‌های سایر گروه‌های ذی‌نفع، در راستای کسب منافع خویش هستند. در چنین حالتی، تضاد منافع نمود می‌یابد و مسأله نمایندگی<sup>۲</sup> پدیدار می‌شود.

مالکان شرکت، به‌عنوان گروهی که ریسک نهایی را می‌پذیرند، بر اساس درصد مالکیت سهام، در تعیین مستقیم اعضای هیأت مدیره نقش دارند و سعی می‌کنند منافع خود را در این کشمکش فرصت‌طلبانه، بدین طریق لحاظ نمایند و ارزش شرکت را حداکثر سازند. اعضای هیأت مدیره نیز به‌عنوان نمایندگان مالکان، مدیران اجرایی شرکت را تعیین کرده، اداره امور شرکت را به آنان می‌سپارند و به طرق مختلف، بر نحوه به‌کارگیری منابع مالکان و انتقال منافع به ایشان نظارت دارند. لذا می‌توان اظهار داشت که تعیین خط‌مشی اصلی شرکت و نظارت بر اجرای آن در اختیار هیأت مدیره است، اما تبدیل این خط‌مشی به برنامه اجرایی فعالیت بنگاه، در محدوده اختیارات مدیر عامل یا مدیر اجرایی شرکت قرار دارد که در نهایت، انتظار می‌رود همگی، همسو با منافع مالکان باشد. بدین ترتیب، علاوه بر عدم هماهنگی منافع سهامداران مختلف که می‌تواند بر سیاست‌های کلان شرکت تأثیرگذار باشد، تضاد منافع مدیران اجرایی و مالکان نیز می‌تواند منجر به ناهمگونی

---

<sup>۲</sup> Agency problem

سیاست‌های مطلوب مالکان و مدیران گردد (مستوری، ۱۳۸۴: ۵).

بدون شک، افزایش سود تقسیمی منجر به ترغیب سرمایه‌گذاران و ایجاد باور سودآوری و افزایش ثروت در آنان خواهد شد. از طرفی، سرمایه‌گذاران نیز در بازار سرمایه سعی دارند منابع خود را به سمتی سوق دهند که بیشترین سودآوری را برای آنها به ارمغان داشته باشد و چنانچه خواسته آنان محقق نگردد، اقدام به خروج سرمایه از بازار سهام و سرمایه‌گذاری در سایر فرصت‌های رقیب خواهند کرد که این امر منجر به کاهش داد و ستد در سهام و از رونق افتادن بورس اوراق بهادار خواهد شد (فخاری، ۱۳۸۵: ۹۰).

#### ۱-۲- بیان مسأله

بورس اوراق بهادار در حکم یک بازار متشکل، تسهیلات لازم را برای خریداران و فروشندگان سهام فراهم می‌نماید، به نحوی که آنها می‌توانند در هر زمان پول خود را به اوراق بهادار و یا بالعکس تبدیل نمایند. از آنجا که بورس به عنوان سازمانی در جهت تجهیز پس‌اندازها و همچنین هدایت پس‌اندازها به طرف سرمایه‌گذاری‌های مولد و مفید به حال جامعه و اقتصاد کشور مطرح می‌باشد، مطالعه پیرامون این سازمان از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است (جهانخانی و مرادی، ۱۳۷۵: ۳).

سود کسب شده توسط شرکت‌های موفق ممکن است در دارایی‌های عملیاتی سرمایه‌گذاری شود، در تحصیل اوراق بهادار و بازپرداخت بدهی استفاده شود و یا اینکه بین سهامداران توزیع گردد. سیاست تقسیم سود از موضوع‌های مورد توجه ادبیات مالی در سال‌های اخیر بوده و تاکنون مطالعات مختلفی در خصوص توجیه دلایل و نحوه توزیع سود بین

سهامداران و توجه سرمایه‌گذاران به سود تقسیمی صورت گرفته است و این موضوع به عنوان معمای سود تقسیمی در ادبیات مالی همچنان مطرح است (Amidu and Abor, ۲۰۰۶: ۱۳۶).

سود سهام نقدی، به واسطه عینیت و ملموس بودن از جایگاه ویژه‌ای نزد مالکان شرکت برخوردار است و سرمایه‌گذاران شرکت با هدف آگاهی از توان ایجاد نقدینگی و توزیع آن بین سهامداران، علاقه ویژه‌ای به این مقوله دارند، زیرا این اطلاعات نه تنها تصویر روشنی از وضعیت حال شرکت ارائه می‌دهند، بلکه امکان ارزیابی وضعیت آینده آن را نیز فراهم می‌آورند. اهمیت این مسأله نزد مدیران شرکت‌ها نیز، هم به جهت استفاده از اطلاعات حاصله در فرآیند اداره شرکت و هم به واسطه ارزیابی بازار از عملکرد آنان شایان توجه است. از این رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن به عنوان «سیاست تقسیم سود» یاد می‌شود. اما مهم‌تر از سیاست تقسیم سود، ریشه‌یابی دلایل اتخاذ یک سیاست تقسیم سود مشخص از سوی شرکت‌ها - است. این موضوع می‌تواند راه‌گشای تصمیم‌گیری‌های مهم اقتصادی برای گروه‌های مختلف ذی‌نفع، به ویژه سرمایه‌گذاران باشد. زیرا دلایل و عوامل تعیین‌کننده حاصل از این ریشه‌یابی، نه تنها به توضیح رفتار شرکت‌ها در گذشته کمک می‌نماید، بلکه ابزاری را برای پیش‌بینی حرکت و مسیر آتی آنها در این حوزه فراهم می‌آورد (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۵: ۲۸).

مقوله سیاست تقسیم سود از منظر تئوری نمایندگی نیز قابل بحث است. از این منظر، هزینه نمایندگی ناشی از تضاد بالقوه‌ای است که میان منافع مدیران و سهامداران وجود دارد. از این‌رو، زمانی که مدیران مالک، بخشی از سهام خود را به سرمایه‌گذارانی که در مدیریت نقشی

ندارند، می‌فروشند، هزینه نمایندگی افزایش می‌یابد (Rozeff, ۱۹۹۲: ۱۳۵).

پرداخت سود سهام به عنوان یکی از ابزارهای مؤثری تلقی می‌شود که می‌تواند به وسیله مدیران، جهت کاهش تعارض‌های نمایندگی در شرکت به کار گرفته شود (Bathala and Rao, ۱۹۹۵: ۶۰). پرداخت سود سهام به دو دلیل ممکن است تضاد نمایندگی را در شرکت کاهش دهد. نخست، پرداخت سود سهام میزان وجوه نقد آزاد شرکت (FCF)<sup>۳</sup> که ممکن است به وسیله اشخاص دارای اطلاعات محرمانه در زمینه پروژه‌های موجود، به نفع خود و به هزینه سهامداران صرف شود را کاهش می‌دهد (Dengelo et al., ۲۰۰۶: ۲۳۰). دوم اینکه، سود‌های سهام تقسیمی، شرکت‌ها را در معرض بازرسی‌های مکرر از سوی بازارهای سرمایه قرار می‌دهد، زیرا پرداخت سود سهام، احتمال انتشار سهام عادی جدید را افزایش می‌دهد (Easterbook, ۱۹۸۴: ۶۵۱).

اعضای غیرموظف هیأت مدیره نیز به عنوان سازوکار مفید و مؤثری در رفع تضاد نمایندگی در زمینه سودهای تقسیمی شرکت تلقی می‌شوند (Bathala and Rao, ۱۹۹۵: ۶۰). وجود این گروه، به نظارت و کنترل اقدامات مدیران اجرایی کمک کرده، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد (Jensen and Meckling, ۱۹۷۶: ۳۲۰).

### ۱-۳- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

در این راستا، به تبع پیچیدگی سازمان‌ها و گسترش فعالیت بنگاه‌های اقتصادی، توجه و تأکید بر نحوه تصمیم‌گیری مدیران در خصوص مدیریت منابع، افزون گشته، تصمیم‌های مرتبط با خطمشی تقسیم سود نیز اهمیت ویژه‌ای یافته است. این‌گونه تصمیم‌ها که به پیشنهاد مدیریت سطح عالی

---

<sup>۳</sup> Free cash flow

و تصویب مالکان اتخاذ می‌گردند، اهداف بلندمدت شرکت‌ها را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. از طرفی یکی از مهم‌ترین عواملی که سرمایه‌گذاران هنگام ارزشیابی سهام شرکت مورد توجه قرار می‌دهند جریان‌های نقدي ناشی از سرمایه‌گذاری از جمله سود تقسیمی است که از سرمایه‌گذاری در سهام عاید شده و میزان آن متأثر از سیاست تقسیم سود شرکت است (خاکساری، ۱۳۸۵: ۳).

تحقیقاتی که به بررسی موضوع مشابهی پرداخته اند، اما نتایج موجود مختلط می‌باشند. علاوه بر این، هیچ‌کدام از این تحقیقات سایر فاکتورهایی را که ممکن است بر پرداخت سود سهام تأثیر بگذارد را نیز مورد توجه قرار نمی‌دهند. به ویژه این‌که، تحقیق‌های موجود تعدادی از فاکتورهایی از جمله خصوصیات دقیق و ویژه شرکت را که می‌توانند بر تصمیم شرکت‌ها جهت پرداخت سود سهام تأثیر بگذارند، را نیز نادیده می‌گیرند. علاوه بر این، اندازه نمونه این تحقیق‌ها کوچک بوده، بنابراین تصمیم این یافته‌ها مشکل است. همچنین، برخی از این تحقیقات دارای مشکلاتی در روش تحقیق نیز می‌باشند. در نهایت نیز، این تحقیقات بر اساس اطلاعات آمریکا یا استرالیا بوده، که بنابر اطلاعات و دانش ما، این تحقیق در ایران صورت نگرفته است.

حال سؤال آن است که آیا پرداخت سود سهام و تعیین اعضای غیرموظف هیأت مدیره، با اهداف فرصت‌طلبانه مطرح در متون نمایندگی صورت می‌گیرد و آیا می‌توان این متغیرها را (به‌طور غیرمستقیم) جایگزین یا مکمل کاهش هزینه‌های نمایندگی تلقی نمود؟ در این مطالعه درصدد پاسخ‌گویی به این سؤال خواهیم بود.

#### ۱-۴- اهداف تحقیق

پرداخت سود سهام و تعیین اعضای غیرموظف هیأت مدیره ، با اهداف فرصت طلبانه مطرح در متون نمایندگی صورت می گیرد و می توان این متغیرها را (به طور غیرمستقیم) جایگزین یا مکمل کاهش هزینه های نمایندگی تلقی نمود.

### ۱-۵- فرضیات تحقیق

در این تحقیق متغیرهای اهرم مالی، ریسک تجاری ، ساختار دارایی، سود آوری و اندازه شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده و متغیرهای نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره ، جریان نقد آزاد و فرصت های سود آوری به عنوان جایگزین هزینه نمایندگی در مدل تحقیق لحاظ شده است.

فرضیه ۱ : بین نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲ : بین جریان نقد آزاد و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳ : بین فرصت سود آوری و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴ : بین درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

### ۱-۶- مبانی نظری فرضیه های تحقیق

#### ۱-۶-۱- نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره

اعضای غیرموظف هیأت مدیره نیز به عنوان تعداد مدیران غیر اجرایی که در هیأت مدیران شرکت استخدام شده اند تعریف می گردد.

یک نظریه مهم و اساسی که به طور گسترده ای در تحقیق موجود مورد بررسی قرار گرفته و شواهد تأیید شده ای را نیز بدست آورده است، نظریه نمایندگی می باشد. نظریه نمایندگی را جهت کمک به تعیین فاکتورهای مؤثری که بر



سیاست تقسیم سود تأثیر می‌گذارند، به کار می‌بریم (Najjar and Hussainey, ۲۰۰۹: ۵).

از منظر تئوری، هزینه نمایندگی، ناشی از جدایی مالکیت و کنترل مدیریتی می‌باشد. افراد درون شرکت (مدیران)، با تصمیم‌های روزمره خود، سود شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند و در کنترل دارند. بنابراین، در صورتی که آنها دارای اولویت‌هایی متفاوت از اولویت‌های سهامداران باشند، آثار تصمیم آنان برای مالکان، حایز اهمیت خواهند بود. هزینه نمایندگی از این حقیقت ناشی می‌شوند که سهامداران دارای اطلاعات اندکی در زمینه شرکت و رفتار مدیران آن (نسبت به مدیران) هستند. چنین امری به اختلاف نظر بین مدیران و سهامداران منجر می‌شود. در این حالت، ممکن است مدیران تصمیم‌هایی فرصت-طلبانه اتخاذ کنند که سهامداران را متحمل هزینه‌های قابل توجهی نماید. اعضای غیرموظف هیأت مدیره به عنوان ابزاری مفید و مؤثر در رفع تضاد نمایندگی مرتبط با سودهای سهام شرکت تلقی می‌شوند. اعضای غیرموظف هیأت مدیره، به نظارت و کنترل اقدامات مدیران اجرایی کمک کرده، هزینه‌های نمایندگی را کاهش خواهند داد (Najjar and Hussainey, ۲۰۰۹: ۶).

بنابراین پرداخت سود سهام به عنوان یکی از مکانیزم مؤثر که می‌تواند به وسیله مدیران بکارگرفته شود تا تعارضات نمایندگی در شرکت را کاهش دهد، تلقی می‌شود (Rozeff, ۱۹۸۲).

(۶۲: ۱۹۹۵, Bahhala and Rao, ۲۹۸: ۱۹۹۱, Harris and Raviv, ۲۳۵)

نتایج تحقیق باتالا و رائو<sup>۴</sup> نشان می‌دهد که شرکتهای سود سهام کمتری را هنگام استخدام تعداد بالای مدیران

---

<sup>۴</sup>Bathala and Rao

غير موظف در هیأت مدیره، پرداخت می‌کنند. این یافته‌ها با فرضیه جایگزینی منطبق می‌باشند که نشان داده است که شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتي ضعيف می‌باشند، نیاز به ایجاد اعتبار به وسیله پرداخت سود سهام دارند. چنین امری پیشنهاد می‌دهد که پرداخت سود سهام، جایگزینی برای اعضای غیر موظف هیأت مدیره می‌باشد (Rathala and Rao).

(۱۹۹۵: ۵۹)

### ۱-۶-۲- سود آوری

مقیاس سود آوری، عملکرد تجاري شرکت است که به عنوان توانایی شرکت در ایجاد سود خالص، تعريف می‌شود و در این مطالعه از تقسیم خالص جریان‌های نقدي عملیاتی بر جمع دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد. سود آوری شرکت به عنوان عامل مهم و اثرگذار بر سیاست تقسیم سود سهام مطرح است، زیرا شرکت‌های سود آور تمایل بیشتری به پرداخت مبالغ بالاتری از سود سهام دارند. بنابراین انتظار می‌رود بین سود آوری شرکت و پرداخت سود سهام یک رابطه مثبت وجود داشته باشد (Change and Ree, ۱۹۹۰: ۲۲, Ho, ۲۰۰۳: ۹۳, Aivazian et al, ۲۰۰۳: ۳۷۸).

### ۱-۶-۳- جریان نقد آزاد (نقدینگی)

مقیاس نقدینگی، میزان توانایی شرکت در نائل آمدن در پرداخت تعادلاتشان می‌باشد. نقدینگی یک شرکت، فاکتور مهم و اثرگذار در تصمیم شرکت در پرداخت سود سهام می‌باشد. پرداخت سود سهام بستگی به جریان وجه نقد دارد که منعکس کننده توانایی شرکت در پرداخت سود سهام می‌باشد.

پرداخت سود سهام مستلزم وجود وجه نقد در شرکت است و انتظار می‌رود شرکت‌های با نقدینگی بالا، سود سهام بالاتری پرداخت نمایند (Ho, ۲۰۰۳: ۹۳).

## ۱-۶-۴ - ساختار دارایی

ساختار دارایی، به عنوان تابعی از میزان دارایی‌های مشهود شرکت، تعریف می‌شود و از تقسیم دارایی‌های ثابت شرکت بر جمع دارایی‌های آن به دست می‌آید. انتظار می‌رود متغیر ساختار دارایی شرکت، رابطه مثبتی با پرداخت سود سهام داشته باشد (Aivazian et al, ۲۰۰۳: ۳۸۱).

## ۱-۶-۵ - ریسک تجاری

ریسک تجاری، ناشی از شرایط منحصر به فرد یک شرکت (ریسک خاص عملیات شرکت) است که انتظار می‌رود بر قیمت سهام آن مؤثر باشد و به منظور اندازه‌گیری آن از ضریب بتای بازار سهام شرکت استفاده شده است. ریسک تجاری، احتمال زیان یا هرگونه اخبار نامطلوب مرتبط با عملیات و فعالیت‌های یک شرکت است که ممکن است توانایی آن را جهت تأمین بازده سرمایه‌گذاری مختل سازد (Najjar and Hussainey, ۲۰۰۹: ۹).

چنج و ری<sup>۵</sup> (۱۹۹۰)، هولدر و همکاران<sup>۶</sup> (۱۹۹۸)، کوچ و شنوی<sup>۷</sup> (۱۹۹۰)، هو<sup>۸</sup> (۲۰۰۳) و ایویزن و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۰۳)، به توصیف ارتباط بین ریسک تجاری و سود سهام پرداختند. آنها دریافته‌اند که ریسک تجاری یک شرکت، عامل مهمی در تصمیم سیاست پرداخت سود سهام است. آنها دریافته‌اند که هر چه ریسک تجاری بالاتر باشد، احتمال اینکه شرکت ورشکسته شود نیز بالاتر است و بنابراین احتمال پرداخت سود سهام توسط شرکت کمتر خواهد بود. لذا آنها ارتباطی منفی بین سیاست پرداخت سود سهام و ریسک تجاری گزارش نمودند.

---

<sup>۵</sup> Chang and Ree

<sup>۶</sup> Holder et al

<sup>۷</sup> Koch and Shenoy

<sup>۸</sup> Ho

<sup>۹</sup> Aivazian

### ۱-۶-۶- اندازة شرکت

در این تحقیق از لگاریتم جمع دارایی‌ها به عنوان جایگزین اندازة شرکت استفاده شده است. هولدر و همکارانش (۱۹۹۸)، گیل و کیلی<sup>۱۰</sup> (۱۹۹۹)، کوچ و شنوی (۱۹۹۹)، چنج و ری (۱۹۹۰)، هو (۲۰۰۳) و ایویزن (۲۰۰۳) نشان دادند که شرکت‌های بزرگ تمایل بیشتری به رشد دارند. دسترسی این شرکت‌ها به بازارهای سرمایه آسان‌تر است و باید بتوانند سود سهام بیشتری پرداخت نمایند. به عبارت دیگر، رابطه مثبتی بین اندازة شرکت و سیاست پرداخت سود سهام وجود دارد. دوکاس و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۵)، نیز نشان دادند که شرکت‌های بزرگ‌تر با توجه به پیچیده بودن آنها و مشکلات بیشتری که مالکان آنها در به دست آوردن اطلاعات شرکت دارند، احتمالاً دارای هزینه نمایندگی بالایی هستند.

### ۱-۶-۷- فرصت رشد

مفهوم فرصت رشد، اشاره به حدی دارد که بر اساس آن، شرکت سطح بالایی رشد خود را در مقایسه با سایر شرکت‌ها حفظ می‌کند و از نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شده است. مرس و مجلف<sup>۱۲</sup> (۱۹۸۴)، هولدر و همکارانش (۱۹۹۸)، گیل و کیلی (۱۹۹۹)، هو (۲۰۰۳) و ایویزن و همکارانش (۲۰۰۳) معتقد بودند که شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالا، دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری مختلفی هستند، لذا پرداخت‌های کمتر سود سهام برای آنها مورد انتظار است. یافته-

---

<sup>۱۰</sup> Gul and Kealely

<sup>۱۱</sup> Doukas et al

<sup>۱۲</sup> Myers and Majluf