

رابطه بین سهامداران نهادی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها

علیرضا رحیمی^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۲۰ تاریخ چاپ: ۱۴۰۴/۰۵/۱۸

چکیده

هدف از پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین سهامداران نهادی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها است. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که در قلمرو زمانی ۱۳۹۸-۱۴۰۲ فعالیت داشته‌اند. تعداد ۱۰۵ شرکت پس از روش غربالگری (حذف نظام‌مند) از بین جامعه آماری بصورت تصادفی طبقه‌بندی و مورد مطالعه قرار گرفت. روش پژوهش توصیفی و از نوع همبستگی می‌باشد. در این پژوهش برای بررسی رگرسیون از روش رگرسیون لجستیک استفاده شده است. متغیرهای مستقل پژوهش سهامداران نهادی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بوده که به ترتیب از درصد سهامداران نهادی و ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها استفاده شده است. همچنین سیاست تقسیم سود نیز به عنوان متغیر وابسته از طریق متغیر مجازی مورد سنجش قرار گرفت. یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که بین سهامداران نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد. در حالی که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود ندارد.

واژگان کلیدی

فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سهامداران نهادی، سیاست تقسیم سود

۱. کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اسلامشهر، تهران، ایران. alirezarahimi502@gmail.com

مقدمه

تئوری و نحوه محاسبه سود در کانون ادبیات حسابداری و مدیریت و مالی قرار می‌گیرد. اقتصاددانان برای بهبود مفاهیم سود و انطباق آن با مشاهدات دنیای واقعی کوشش زیادی کرده‌اند اما در حل مسائل مربوط به اندازه‌گیری سود موفقیت چندانی نداشته‌اند، لیکن حسابداران برای اندازه‌گیری سود قواعد دقیقی را به کار گرفته و به موضوع نزدیکی آن به مفاهیم اقتصادی نیز توجه چندانی نکرده‌اند. در نتیجه مفهوم سود هنوز هم دستخوش تفسیرهای گوناگونی قرار می‌گیرد.

سرمایه‌گذاری عبارتست از مجموعه دارایی‌های تولیدی که به تازگی و طی یک دوره زمانی بطور معمول یک سال ایجاد شده است. برای هر واحد اقتصادی سرمایه‌گذاری تغییر مثبت انباشت سرمایه طی یک دوره معین است. بنگاه‌های اقتصادی، بازیگران اصلی اقتصاد هر کشور محسوب می‌شوند که نقش مهمی در شکل‌گیری و رشد اقتصادی آن ایفا می‌کنند. برای رسیدن به اهداف موردنظر، شرکت‌ها باید منابع مالی خود را بدرستی مدیریت نمایند. به منظور حفظ قدرت رقابتی در مقیاس جهانی، آن‌ها باید منابع سنگینی را در زیرساخت‌ها، فناوری، ماشین‌آلات و... سرمایه‌گذاری نمایند تا بتوانند محصولات تولیدی خود را توسعه و ارتقاء بخشند. سرمایه‌گذاری صحیح موجب بهبود کارایی و بهره‌وری می‌شود (اودیت و چیتو^۱، ۲۰۰۸). انجام هر سرمایه‌گذاری نیازمند تامین منابع مالی است. منابع مالی برای سرمایه‌گذاری و اداره امور یک شرکت یا موسسه از دو محل قابل تامین است: الف: از محل منابع داخل شرکت و ب: از محل منابع خارج از شرکت. همچنین بنگاه‌ها می‌توانند به منظور تامین مالی سرمایه‌گذاری‌ها، ترکیبی از منابع داخلی و بیرونی را مورد استفاده قرار دهند. سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به عنوان مولد جریان‌های نقدی، نقش بسزایی در عملکرد بلندمدت، ارزش آتی شرکت‌ها و همچنین توسعه کشورها دارد. از این رو، شناخت محرک‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است (جنسن^۲، ۲۰۰۵).

در بازار سرمایه کامل، آنگونه که در مقاله مودیلیانی و میلر^۳ (۱۹۵۸) ترسیم شده است، ساختار مالی شرکت‌ها تاثیری در تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها ندارد. مودیلیانی و میلر چنین استدلال می‌کنند که سیاست سرمایه‌گذاری شرکت باید تنها براساس عواملی باشد که افزایش سودآوری، جریان‌های نقدی و ارزش ویژه را در پی دارد. تحقیقات تجربی زیادی در نقد نظریه مودیلیانی و میلر مبنی بر بی‌تاثیر بودن ساختار مالی انجام شده است. نظریه مذکور زمانی معتبر است که مفروضات بازار کامل برقرار باشد.

عصر اطلاعات حاصل رویارویی انسان با چالش‌هایی است که در مسیر پیشرفت او قد علم کرده بودند، اما انسان با اهرم دانایی و خرد خود توانست این موانع را از سر راه بردارد و دوران نوینی را برای خود طراحی نماید. در این بین، سازمان‌ها نیز با گذر از شرایط جامعه صنعتی خود را با الزامات جامعه اطلاعاتی تطبیق داده‌اند. بسیاری از الگوها و شیوه‌های کاربردی تاریخ مصرفشان گذشته و پارادایم‌های جدیدی در عرصه زندگی سازمان‌ها مطرح شده است.

یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، نظام راهبری بنگاه (حاکمیت شرکتی) است که در برگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیات مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع است. نظام راهبری بنگاه ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن هدف‌های بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود.

¹ Odit and Chitto

² Jensen

³ Modigliani and Miller

این نظام، انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد کرده و زمینه نظارت موثر را فراهم می‌کند. به این ترتیب شرکت‌ها منابع را با اثر بخشی بیشتری به کار می‌گیرند. وجود نظام حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند شرکت‌ها را در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و تشویق آن‌ها به سرمایه‌گذاری کمک کند و اجرای این اصول در سطح شرکت طبق پژوهش‌های تجربی انجام شده باعث بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود (دیدار و همکاران، ۱۳۹۳).

سیستم حاکمیت شرکتی در حقیقت موانع و اهرم‌های تعادل‌های درون‌سازمانی و برون‌سازمانی برای شرکت‌ها است که تضمین می‌کند آن‌ها مسئولیت خود را نسبت به تمام ذی‌نفعان انجام دهند و در تمام زمینه‌های فعالیت تجاری، به صورت مسئولانه عمل کنند.

سهامداران نهادی، شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری را شامل می‌شود. سهامداران نهادی که ثروت و منابع مالی زیادی در اختیار دارند، نسبت به سایر سهامداران در به دست آوردن و استفاده از اطلاعات گران‌بها، با ارزش، به موقع و مربوط‌تر، گرایش بیشتری دارند. بنابراین می‌توانند موانع سیاست‌ها و فعالیت‌های مدیران در استفاده از مدیریت سود فرصت طلبانه شوند (بوشی^۴، ۱۹۹۸).

در ادبیات حاکمیت شرکتی، سرمایه‌گذاران نهادی یکی از سازوکارهای خارجی مؤثر در نظارت بر شرکت شناخته می‌شوند. این گروه از فعالان بازار سرمایه، با توجه به برخورداری از دانش و تخصص کافی، دسترسی به شبکه‌های ارتباطی مؤثر و انگیزه لازم برای نظارت بر عملکرد مدیریت، می‌توانند نقش اساسی در ارتقای سیستم حاکمیت شرکتی و در نتیجه افزایش کارایی و بهره‌وری شرکت ایفا کنند. شلیفر و ویشنی^۵ (۱۸۸۶) به این نکته اشاره می‌کنند که وجود سهامدار بزرگ، سبب کاهش مسئله نمایندگی در سازمان می‌شود. در نتیجه می‌توان انتظار داشت افزایش سهامداران نهادی، موجب کاهش شکاف مالیاتی در شرکت‌ها می‌شود (دیدار و همکاران، ۱۳۹۳).

یک سازمان باید به طور منظم تصمیم‌ها، راهبردها و برنامه‌ها را بازنگری نماید تا اینکه کارایی و عملکرد مداومشان را با قوانین و مفاهیم در نظر گرفته شده، محک نماید. توانایی یادگیری مداوم و پاسخگویی به تغییرات از محیط درونی و بیرونی از ابعاد بسیار مهم ظرفیت انطباق‌پذیری سازمانی است. در پژوهش حاضر سهامداران نهادی به عنوان گروهی که از محیط بیرونی وارد شرکت‌ها می‌شوند مورد بررسی قرار گرفتند که تا با تغییری که بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد می‌کنند میزان شفافیت در مورد اعلام سیاست تقسیم سود را افزایش دهند (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۳).

یکی از عناصر کلیدی گزارش‌های مالی، سود خالص است. سود خالص گزارش شده در صورت‌های مالی به عنوان یکی از مهم‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد و تعیین‌کننده ارزش بنگاه اقتصادی تلقی می‌گردد که همواره مورد استفاده طیف وسیعی از استفاده‌کنندگان نظیر حرفه حسابداری، مدیران مالی، تحلیل‌گران مالی بازار سهام، سرمایه‌گذاران و سهامداران قرار می‌گیرد (تهرانی و ذاکری، ۱۳۸۸). سود از جمله مفاهیم با اهمیت حسابداری و مالی است که موجب با اهمیت شدن سیاست تقسیم سود در مدیریت مالی می‌گردد. توزیع سود از جمله راهبردهای کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت‌ها است که آثار آن در هر سال مالی در مجامع عمومی شرکت آشکار می‌گردد و بر پایه آن

^۴ Bushee

^۵ Shleifer and Vishny

عملکرد شرکت ارزیابی می‌گردد. سیاست تقسیم سود خط مشی است که بر پایه آن میزان سود توزیعی، میزان سود انباشته، پاداش هیأت مدیره، زمان پرداخت، نحوه تأمین مالی و دیگر موضوعات مرتبط با آن مدون و مکتوب شده و به مجمع صاحبان سهام ارائه می‌شود (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۹۰).

سود سهام نقدی، به واسطه عینیت و ملموس بودن، از جایگاه ویژه‌ای نزد سرمایه‌گذاران برخوردار است. در واقع استفاده‌کنندگان بالفعل و بالقوه اطلاعات مالی مایلند از توان ایجاد نقدینگی و گاهی تقسیم آن در میان سهامداران شرکت آگاهی یابند؛ زیرا این اطلاعات نه تنها تصویر روشنی از وضعیت حال شرکت ارائه می‌دهد، بلکه امکان برآورد و ارزیابی وضعیت آینده آن را نیز فراهم می‌سازد که بدون تردید در فرآیند تصمیم‌گیری آنان حائز اهمیت است (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴).

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

از مسائل مهمی که در سال‌های اخیر در پی رسوایی‌های گسترده مالی در سطح شرکت‌های بزرگ مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته و به‌عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه‌گذاران مطرح شده، موضوع حاکمیت شرکتی است که به لزوم نظارت بر مدیریت شرکت و به تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن و در نهایت حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و ذینفعان می‌پردازد. از طرفی دیگر، خط‌مشی تقسیم سود نیز، پژوهش‌های زیادی در امور مالی و حسابداری به همراه داشته است؛ اما تاکنون به‌طور کامل به این موضوع پاسخ داده نشده، که چرا شرکت‌ها سودشان را توزیع می‌کنند یا اینکه چرا، سرمایه‌گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. این مسئله به‌عنوان «معمای تقسیم سود» در امور مالی شناخته شده است. زیربنای اصلی هر دو گروه از پژوهش‌ها به عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و ذینفعان و رابطه نمایندگی بین مدیران و سهامداران مرتبط است (هوانگ و پائول، ۲۰۱۶).

جنسن و مک‌لینگ با شرح هزینه نمایندگی که به علت نابرابری اطلاعات میان مدیریت و سهامداران ایجاد می‌شود، یکی از مکانیسم‌های کاهش این هزینه را کاهش جریان نقد آزاد در دسترس مدیران عنوان کردند که از طریق پرداخت سود تقسیمی حاصل می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶).

سود تقسیمی هزینه نمایندگی را به وسیله توزیع جریان نقد آزاد که در پروژه‌های بی‌ثمر توسط مدیریت سرمایه‌گذاری می‌شود، کاهش می‌دهد. بنابراین، بر اساس تئوری نمایندگی، اغلب انتظار می‌رود که مدیران، فعالیت‌هایی را انجام دهند که برای سهامداران پرهزینه باشد و حتی قراردادهای بین مدیران و شرکت‌ها نیز نمی‌تواند مانع از فعالیت‌های فرصت‌طلبانه مدیران شود؛ بنابراین، سهامداران فاقد قدرت کنترل، نیازمند ساختاری برای نظارت هستند. حاکمیت شرکتی، ابزاری برای ایجاد توازن بین سهامداران و مدیریت است و سبب کاهش مشکلات نمایندگی می‌رود و این احتمال که مدیران، سیاست تقسیم سود کمتر از حد مطلوب را در پیش گیرند، کم می‌کند. ارتباط بین تقسیم سود و شاخص حاکمیت شرکتی در چارچوب تئوری نمایندگی قابل بحث بوده و اجرای حاکمیت شرکتی سازوکاری است که می‌تواند از سوی مدیران برای کاهش هزینه نمایندگی از سوی مدیران به کار گرفته شود (هوانگ و پائول، ۲۰۱۶).

⁶ Huang and Paul

⁷ Jensen and Meckling

فرصت‌های رشد نشان دهنده استعداد بالقوه شرکت در سرمایه‌گذاری و سودآوری می‌باشند. فرصت‌های سرمایه‌گذاری به خودی خود اتفاق نمی‌افتند، 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 هیئت مدیره ارائه شود (شورورزی و همکاران، ۱۳۸۹).

مشارکت مدیریت عالی در ارائه فرصت‌های سرمایه‌گذاری معمولاً به تصمیمات استراتژیک نظیر توسعه و گسترش فعالیت شرکت از طریق سیاست‌های تقسیم سود که آینده اطمینانبخشی را برای صنعت یا شرکت نوید می‌دهد و ورود به بازارهای جدید یا بازارهای روبه‌رشد برای محصولات شرکت یا عوامل محدود کننده تغییرات در نرخ ارز که در جهت منافع شرکت باشد منتهی می‌شود، علاوه بر متغیرهای اقتصادی سایر عوامل از قبیل فرآیندهای اجتماعی، تکنولوژی، سیاسی و قانونی می‌توانند اثر مهمی بر عملکرد شرکت‌ها در یک صنعت داشته باشند. 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 ... برای خود مزیتی ایجاد نمایند. چنین شرکت‌هایی علی‌رغم قرار گرفتن در صناعی 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 سیاست‌های تقسیم سود منظم و اصولی برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری از سوی شرکت به اجرا گذاشته شود (هوانگ و پائول، ۲۰۱۶).

رابطه بین سیاست تقسیم سود و سرمایه‌گذاری در بازار ناقص بسیار مهم می‌باشد؛ زیرا شرکت‌ها نمی‌توانند اوراق بهادار منتشر نمایند یا اقدام به اخذ وام نمایند. پس سعی می‌کنند که از منابع مالی داخلی یعنی سود انباشته استفاده کنند لذا اگر مدیران مالی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری روبرو باشند که خالص ارزش فعلی مثبت داشته باشند و منابع مالی نیز محدود باشد، در اینصورت سیاست‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود با یکدیگر مرتبط خواهند شد (گیراتی^۸، ۲۰۱۶).
 خدای پور و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تاثیر نرخ موثر مالیاتی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که بین نرخ موثر مالیاتی و سیاست تقسیم سود، رابطه‌ای معنادار و منفی وجود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش نرخ موثر مالیاتی، شرکت‌ها به طور قابل ملاحظه‌ای سود تقسیمی خود را کاهش می‌دهند.

واعظ و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیق خود به بررسی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری صاحبکار بر حق‌الزحمه حساب‌برسان متخصص پرداخته‌اند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که رابطه فرصت‌های سرمایه‌گذاری صاحبکار با حق‌الزحمه حساب‌برسی معنی‌دار اما در جهت منفی است. به عبارت دیگر، افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها موجب کاهش حق‌الزحمه حساب‌برسی می‌شود که احتمالاً به افزایش کیفیت افشای اطلاعات توسط شرکت‌های مذکور مربوط می‌شود. حق‌الزحمه کمتر را شاید بتوان با دوره زمانی کوتاه‌تر حساب‌برسی نیز مرتبط ساخت و از این‌رو انتظار می‌رود کیفیت بالاتر حساب‌برسی و در نتیجه تاخیر کمتر آن نیز با فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه داشته باشد.

⁸ Giriati

مهدوی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود پیش بینی شده به وسیله مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. از متغیرهای ویژگی‌های هیئت مدیره، سهامداران نهادی و کمیته حسابرسی برای ارزیابی حاکمیت شرکتی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که متغیرهای حاکمیت شرکتی تأثیری بر کیفیت سود پیش بینی شده به وسیله مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

مشایخ و بهزادپور (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بررسی‌ها نشان داد با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی، مدیر بیش اطمینان جریان-های نقدی عملیاتی آتی بالاتری را برآورد می‌کند و سود تقسیمی بیشتری را می‌پردازد. از سوی دیگر، جدا از اینکه مدیر بیش اطمینان باشد یا منطقی، مدیر شرکت با فرصت‌های رشد بالاتر سود تقسیمی کمتری پرداخت می‌کند. لشگری و حقیقت شهرستانی (۱۳۹۵) به بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا و پایین و نیز شرکت‌های با فرصت‌های بالا، با ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معنی‌داری دارد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین با ارزش افزوده نقدی، رابطه معنی‌داری ندارد.

قالیباف اصل و ولی زاده (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام پرداختند. پس از بررسی و تخمین مدل با استفاده از رهیافت پانل دیتا به این نتیجه رسیدند که در بورس اوراق بهادار تهران بین نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین دریافتند که رابطه معکوس معناداری بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد.

کهان^۹ و همکاران (۲۰۱۳) معتقدند که حسابرسان تمایل به کسب تخصص در صنایعی دارند که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری هستند. تعدد فرصت‌های سرمایه‌گذاری در صنعت موجب ایجاد انگیزه برای سرمایه‌گذاری در دانش مختص صنعت برای حسابرسان می‌شود که در برگیرنده هزینه‌های زیادی است. در حیطه تئوری، حسابرس با دانش بالاتر در صنعت، می‌تواند محصول متمایزی (حسابرسی با کیفیت‌تری) که منتج به حق‌الزحمه بالاتر و در نتیجه کاهش زمان حسابرسی و جلوگیری از ورود رقیبان می‌شود، ارائه کند. از اینرو، طبق نظر این پژوهشگران فرصت‌های سرمایه‌گذاری باعث کاهش تاخیر گزارش حسابرسی می‌شود.

فرانسیس^{۱۰} و همکاران (۲۰۱۳) با بررسی ارتباط بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری نشان دادند که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی خوب وابستگی شرکت‌ها را به جریان‌های نقد داخل شرکت، کاهش می‌دهد و در نتیجه محدودیت‌های مالی برای چنین شرکت‌هایی کاهش می‌یابد.

رامالینگگودا^{۱۱} و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی نقش کیفیت گزارش‌گرایی مالی در تاثیر سیاست تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداختند. به این نتیجه رسیدند که محدودیت در دسترسی به منابع مالی خارجی منجر به رقابت برای

^۹ Cahan

^{۱۰} Francis

^{۱۱} Ramalingegowda

منابع مالی محدود داخلی می‌شود. رقابت بین سرمایه‌گذاری‌ها و سود قابل توزیع باعث شده شرکت‌ها مجبور به انتخاب از بین پرداخت سود سهام و یا پیگیری پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش شوند. دشماخ^{۱۲} و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی رابطه بین بیش‌اعتمادی مدیران و سیاست تقسیم سود پرداختند. نشان دادند که کاهش سود تقسیمی ناشی از بیش‌اطمینانی مدیران در شرکت‌های با رشد پایین‌تر، جریان‌های نقدی کمتر و عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، بیشتر است.

فام^{۱۳} و همکاران (۲۰۱۴) در تحقیقی تحت عنوان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تأخیر گزارش حسابرسی به ارتباط بین تأخیر گزارش حسابرسی و سطح فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های ایالات متحده آمریکا پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن بود که شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا احتمال تأخیر در گزارش حسابرسی بیشتری دارند.

ژو و هنگک^{۱۴} (۲۰۱۵) به بررسی رابطه مدیریت سود، حاکمیت شرکتی و چسبندگی هزینه پرداختند. نتایج حاصل از کار آنان نشان داد که وجود حاکمیت شرکتی باعث کاهش چسبندگی هزینه می‌شود ولی در این پژوهش، رابطه بین مدیریت سود و چسبندگی هزینه معنادار نشد.

هوانگ و پائول^{۱۵} (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش آنان حاکی از وجود رابطه مثبت بین متغیرها دارد. بدین معنی که هرچه تعداد سهامداران نهادی بیشتر باشند میزان تقسیم سود افزایش خواهد شد. از طرفی دیگر، افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجب کاهش تقسیم سود می‌شود.

یان^{۱۶} و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد شرکت پرداخت. نتایج پژوهش آنان حاکی از رابطه مثبت بین متغیرها دارد. هرچه شرکت‌ها مسئولیت اجتماعی خود را در قبال جامعه انجام دهند عملکرد شرکت بهبود خواهد یافت.

روش تحقیق

نوع پژوهش از لحاظ طبقه‌بندی پژوهش بر حسب روش، پژوهشی توصیفی از نظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی و از نظر هدف کاربردی می‌باشد. انجام این پژوهش در چارچوب استدلال‌ات قیاسی استقرایی صورت می‌پذیرد، بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه از راه مطالعات کتابخانه‌ای در چارچوب استدلال‌ات قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تأیید و یا رد فرضیه‌ها در قالب استقرایی انجام می‌پذیرد.

در جمع‌آوری داده‌های مربوط به ادبیات موضوعی از روش متن‌کاوی و جستجوی اینترنتی استفاده می‌شود و این اطلاعات از کتاب‌ها، مقالات لاتین، مقالات فارسی و همچنین پایان‌نامه‌های فارسی استخراج می‌شوند. همچنین داده‌های مربوط به فرضیات و متغیرها از صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، پایگاه‌های اطلاعاتی سازمان

¹² Deshmukh

¹³ Pham

¹⁴ Xue and Hong

¹⁵ Huang and Paul

¹⁶ Yan

بورس و اوراق بهادار تهران، ماهنامه‌های بورس، آمارهای مستند سازمان بورس و اوراق بهادار و همچنین از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج خواهد شد.

پژوهش حاضر از نمونه‌برداری برای مطالعه خود استفاده خواهد کرد. نمونه‌های پژوهش از طریق غربالگری و با تعیین معیارهایی شرکت‌های مورد نظر خود را انتخاب خواهیم کرد و مطالعات خود را بر روی آن‌ها انجام خواهیم داد. همچنین، برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار **Eviews** استفاده می‌کنیم. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. با توجه به سؤال پژوهش و در راستای دستیابی به هدف پژوهش، فرضیه‌های اصلی پژوهش به شرح زیر طراحی می‌گردند:

۱. بین سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
 ۲. بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- فرضیه‌های فرعی پژوهش نیز به شرح زیر طراحی می‌گردند:
۱. بین اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
 ۲. بین نوع حسابرس و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
 ۳. بین اهرم مالی و سیاست تقسیم سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
 ۴. بین نرخ بازده دارایی‌ها و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- پژوهش حاضر بر آن است که رابطه بین سهامداران نهادی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را آزمون نماید. بنابراین پژوهش حاضر از نوع همبستگی بوده و برای تجزیه و تحلیل از مفهوم رگرسیون چندگانه استفاده می‌نماید. برای بررسی فرضیه پژوهش از مدل رگرسیونی چندگانه پنلی زیر استفاده خواهیم کرد (هوانگ و پائول، ۲۰۱۶):

$$\text{Dividend Policy}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \text{CRH}_{i,t} + \alpha_2 \cdot \text{Size}_{i,t} + \alpha_3 \cdot \text{Auditor}_{i,t} + \alpha_4 \cdot \text{Lev}_{i,t} + \alpha_5 \cdot \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۱)

$$\text{Dividend Policy}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \text{MBA}_{i,t} + \alpha_2 \cdot \text{Size}_{i,t} + \alpha_3 \cdot \text{Auditor}_{i,t} + \alpha_4 \cdot \text{Lev}_{i,t} + \alpha_5 \cdot \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲)

$$\text{Dividend Policy}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \text{CRH}_{i,t} + \alpha_2 \cdot \text{MBA}_{i,t} + \alpha_3 \cdot \text{Size}_{i,t} + \alpha_4 \cdot \text{Auditor}_{i,t} + \alpha_5 \cdot \text{Lev}_{i,t} + \alpha_6 \cdot \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۳)

متغیر مستقل (سهامداران نهادی)

در این پژوهش به موسسه‌های سرمایه‌گذاری یا سایر شرکت‌ها که سهام عادی دیگر شرکت‌ها را در اختیار دارند، سهامداران نهادی گفته می‌شود. برای محاسبه درصد سهامداران نهادی در شرکت‌های هلدینگ، تعداد سهام

سهامداران نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در ابتدای دوره تقسیم می‌شود (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۳). به عبارت دیگر:

$$CRH = \frac{n}{m} \quad \text{مدل (۴)}$$

CRH: درصد سهامداران نهادی

n: تعداد سهام عادی شرکت در اختیار شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تجاری

m: تعداد کل سهام عادی شرکت در ابتدای دوره

با توجه به درصد بالا، شرکت‌ها به صورت صعودی مرتب شده، سپس از آن‌ها دو نمونه کاهش یافته سهامداران نهادی زیاد و سهامداران نهادی کم استخراج خواهد شد. به طوری که به ۴ چارک تقسیم شده و چارک اول و چهارم نمونه مورد نظر، به ترتیب، به عنوان سهامداران نهادی کم و زیاد انتخاب خواهند شد. پس از آن، متغیر **CRH** در مدل برای شرکت‌های دارای سهامداران نهادی زیاد برابر یک و برای شرکت‌های با سهامداران نهادی کم صفر منظور خواهد شد (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۳).

متغیر مستقل (فرصت‌های سرمایه‌گذاری)

برای عملیاتی کردن متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری از شاخص نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها استفاده خواهد شد. این نسبت نشان دهنده کسری یا فزونی ارزش بازار دارایی‌ها نسبت به ارزش دفتری دارایی‌هاست. این نسبت به شرح زیر اندازه‌گیری شده است (حاجیها و قادری، ۱۳۹۵؛ شورورزی و همکاران، ۱۳۸۹):

$MBA_{i,t} =$ ارزش دفتری دارایی‌ها / ارزش بازاری دارایی‌ها

در این رابطه ارزش بازار دارایی‌ها بصورت زیر محاسبه شده است:

ارزش بازار دارایی‌ها = (مالیات معوقه + پیش‌پرداخت‌ها) - بدهی‌های بلندمدت + بدهی‌های کوتاه‌مدت + (تعداد سهام منتشره × قیمت هر سهم).

متغیر وابسته (سیاست تقسیم سود)

سیاست تقسیم سود یک متغیر مجازی است؛ بدین صورت که اگر شرکت سود تقسیم کرده باشد متغیر مجازی یک و در صورتی که سود تقسیم نکرده باشد متغیر مجازی صفر به خود خواهد گرفت (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳).

متغیرهای کنترل

چهار متغیر کنترلی برای این پژوهش در نظر گرفته شده است که به شرح زیر می‌باشند (هوانگ و پائول، ۲۰۱۶):

۱. **اندازه شرکت ($Size_{i,t}$):** در پژوهش حاضر اندازه شرکت برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت.

۲. **نوع حسابرس ($Auditor_{i,t}$):** نوع حسابرس متغیری مصنوعی است؛ بدین صورت که اگر سازمان حسابرسی شرکت را مورد حسابرسی قرار داده باشد عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر قرار خواهد گرفت.

۳. **اهرم مالی ($Lev_{i,t}$):** در پژوهش حاضر اهرم مالی شرکت برابر است تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌های شرکت.

۴. نرخ بازده دارایی‌ها ($ROA_{i,t}$): در پژوهش حاضر نرخ بازده دارایی‌ها از طریق محاسبه سود خالص تقسیم بر میانگین دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

یافته‌ها

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جداول زیر ارائه شده است:

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش			
شرح	میانگین	میانه	انحراف معیار
سرمایه‌گذاران نهادی	۰/۳۹۰	۰/۳۱۵	۰/۳۲۶
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۰/۸۶۸	۰/۶۲۰	۰/۷۸۸
سیاست تقسیم سود	۰/۷۰۶	۱/۰۰۰	۰/۴۵۵
اندازه شرکت	۶/۰۷۱	۶/۰۰۰	۰/۵۹۳
نوع حسابرس	۰/۲۵۲	۰/۰۰۰	۰/۴۳۴
اهرم مالی	۰/۶۷۴	۰/۶۶۰	۰/۲۷۰
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۵۱۱	۰/۰۶۰	۲/۸۹۳

در این قسمت، برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، کمینه مشاهدات، بیشینه مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع بوده و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها می‌باشد. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۸۶۸ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد میانه متغیر مزبور برابر با ۰/۶۲۰ می‌باشد که بیانگر این است که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از مقدار مزبور هستند. نکته مهمی که از مقایسه میانگین و میانه می‌توان استنباط نمود، موضوع نرمال بودن داده‌هاست. نزدیک بودن مقادیر میانه و میانگین به معنی نرمال بودن داده‌های متغیرهاست. با مشاهده اطلاعات بالا مشخص می‌شود که داده‌ها از یک توزیع نرمال برخوردارند. در یک جامعه آماری با توزیع نرمال فرض می‌شود که ارقام به نحوی سیستماتیک و با الگویی یکنواخت در اطراف میانگین توزیع شده‌اند و احتمال قرار گرفتن یک مقدار معین در اطراف میانگین مساوی است (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۸). انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای تعیین میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است. مقدار این پارامتر برای متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۷۸۸ است.

تخمین مدل

در بسیاری از پژوهش‌ها متغیر وابسته مورد مطالعه ماهیتاً یک متغیر گسسته است که برای برآورد رخداد هر یک از سطوح نیازمند استفاده از رگرسیون‌های کیفی هستیم. رگرسیون‌های با متغیر وابسته گسسته دارای انواع مختلفی هستند

که با توجه به ماهیت متغیر وابسته تعیین می‌شوند. اگر متغیر وابسته دویعدی باشد رگرسیون لجستیک برای بیان پیش‌بینی استفاده می‌شود.

منظور از دویوجهی بودن، رخداد یک واقعه تصادفی در دو موقعیت ممکنه است. در این موقعیت پژوهشی نمی‌توان از رگرسیون‌های معمولی برای پیش‌بینی رخداد این متغیرهای وابسته استفاده نمود. در این نوع از رگرسیون از نسبت برتری odds که نسبت $(p/(1-p))$ می‌باشد استفاده می‌شود (حسن زاده، ۱۳۹۲).

لذا مدل عمومی رگرسیون لجستیک به شکل زیر خواهد بود:

$$\ln(p_i / (1-p_i)) = \text{intercept} + b_1 * X_1 + b_2 * X_2 + \dots + b_k * X_k$$

از آنجایی که رگرسیون لجستیک از خاصیت حداکثر درست‌نمایی به جای حداقل مربعات مرسوم در رگرسیون خطی استفاده می‌کند، از روی این فرمول درنهایت می‌توان احتمالات پیش‌بینی شده را بر اساس قاعده زیر بیان نمود:

$$(Y_i) = P_i = \exp(\text{intercept} + b_1 * X_1 + b_2 * X_2 + \dots + B_k * X_k) / (1 + \exp(-\text{intercept} - b_1 * X_1 - b_2 * X_2 - \dots - B_k * X_k))$$

در این آزمون انجام آزمون‌های کلاسیک قابلیت انجام ندارد. همین‌طور آزمون قابلیت ادغام و هاسمن نیز مخصوص این آزمون نیست. از طرفی دیگر، ضریب برآوردی در رگرسیون لجستیک قابل تفسیر نیست و برای تفسیر این ضرایب باید با توجه به فرمول‌های موجود برای رگرسیون لجستیک به ضرایب برآوردی قابل تفسیر تبدیل شوند تا بتواند قابلیت تفسیر داشته باشد (هیل^{۱۷} و همکاران، ۲۰۰۸).

تخمین مدل: نتایج حاصل از تخمین مدل با استفاده از پنل لجستیک به شرح زیر است:

فرضیه اصلی اول پژوهش:

نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون لجستیک در جدول‌های شماره (۲) و (۳) ارائه شده است.

جدول ۲: نتایج حاصل از بررسی کلی مدل

ضریب تعیین مک‌فادن	آماره راست‌نمایی	معناداری آماره راست‌نمایی	درصد صحت پیش‌بینی
۰/۰۶۴	۴۷/۴۸۱	۰/۰۰۰	۳۴/۴۸

همان‌طور که در جدول شماره (۲) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره راست‌نمایی و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که میزان راست‌نمایی متغیرها در سطح مناسبی است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۰۶۴ است. یعنی ۶/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. همچنین، مقدار درصد صحت پیش‌بینی نیز برابر ۳۴/۴۸ است. در ادامه نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرهای مدل که در جدول شماره (۳) ارائه شده است، توضیح داده می‌شود.

جدول ۳: نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی مدل

متغیرها	ضرایب	سطح معناداری	ضریب برآوردی تبدیل شده
سرمایه گذاران نهادی	۱/۹۱۴	۰/۰۰۰	۰/۴۷۶
اندازه شرکت	۰/۱۶۱	۰/۳۴۰	۰/۰۴۰
نرخ بازده دارایی‌ها	-۰/۰۲۳	۰/۴۵۳	-۰/۰۰۶
اهرم مالی	-۰/۳۷۳	۰/۲۷۱	-۰/۰۹۳
نوع حسابرس	-۰/۳۴۳	۰/۱۱۷	-۰/۰۸۵
مقدار ثابت	-۰/۴۰۷	۰/۶۸۸	-۰/۱۰۱

فرضیه اصلی اول: بین سرمایه گذاران نهادی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ضریب مثبت متغیر مستقل مورد بررسی، بیانگر رابطه مثبت بین سهامداران نهادی و سیاست تقسیم سود است. سطح معناداری مربوط به آماره t متغیر مستقل نیز بیانگر این است که این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود.

تحلیل ضریب برآوردی: در صورت ثابت بودن سایر شرایط یک واحد افزایش در سرمایه گذاران نهادی، لگاریتم احتمال تقسیم شدن سود به تقسیم نشدن سود شرکت را به طور متوسط ۱/۹۱۴ واحد افزایش می‌دهد.

تحلیل ضریب برآوردی تبدیل شده: به ازای یک واحد افزایش در سرمایه گذاران نهادی، به میزان ۰/۴۷۶ واحد سیاست تقسیم سود افزایش خواهد یافت.

فرضیه فرعی اول: بین اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

از آنجایی که قدرمطلق آماره t اندازه شرکت زیر ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری بالاتر از ۰/۰۵ شد بنابراین از لحاظ آماری فرضیه تایید نمی‌شود. دلیل رد این فرضیه می‌تواند به این موضوع مربوط باشد که شرکت‌های بزرگ‌تر با اهداف سود بلندمدت دست به سرمایه گذاری می‌زنند که در نتیجه احتمال این که در سال‌های ابتدایی سود نداشته باشند وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین نوع حسابرس و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

از آنجایی که قدرمطلق آماره t نوع حسابرس زیر ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری بالاتر از ۰/۰۵ شد بنابراین از لحاظ آماری فرضیه تایید نمی‌شود. دلیل این رد فرضیه می‌تواند به نزدیک‌تر شدن کیفیت سطح موسسات حسابرسی به سازمان حسابرسی باشد که باعث شده است موسسات ضعیف در ایران وجود نداشته باشد یا موسسات ضعیف بازار کار پایینی داشته باشند.

فرضیه فرعی سوم: بین اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

از آنجایی که قدرمطلق آماره t اهرم مالی زیر ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ شد بنابراین از لحاظ آماری فرضیه تایید نمی‌شود. دلیل رد این فرضیه بخاطر بدهی بالای شرکت‌ها می‌باشد که موجب می‌شود شرکت‌ها قدرت مالی خود را از دست بدهند.

فرضیه فرعی چهارم: بین نرخ بازده دارایی‌ها و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

از آنجایی که قدرمطلق آماره t نرخ بازده دارایی‌ها کمتر از ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ شد بنابراین از لحاظ آماری فرضیه تایید نمی‌شود. دلیل رد این فرضیه هم می‌تواند بخاطر زیان‌دهی تعداد تا حدی بالایی از شرکت‌ها باشد.

فرضیه اصلی دوم پژوهش:

نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون لجستیک در جدول‌های شماره (۴) و (۵) ارائه شده است.

جدول ۴: نتایج حاصل از بررسی کلی مدل

ضریب تعیین مک‌فادن	آماره راست نمایی	معناداری آماره راست نمایی	درصد صحت پیش‌بینی
۰/۰۱۲۵۸	۹/۲۹۳	۰/۰۵	۳۰/۳۸

همان‌طور که در جدول شماره (۴) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره راست‌نمایی و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که میزان راست‌نمایی متغیرها در سطح مناسبی است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۰۱۲۵۸ است. یعنی ۱,۲۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. همچنین، مقدار درصد صحت پیش‌بینی نیز برابر ۳۰/۳۸ است. و هم چنین مقدار معناداری آماره درست نمایی مدل برابر با ۰/۰۵ است که نشان می‌دهد این مدل در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنادار است^{۱۸}. در ادامه نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرهای مدل که در جدول شماره (۵) ارائه شده است، توضیح داده می‌شود.

جدول ۵: نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی مدل

متغیرها	ضرایب	سطح معناداری	ضریب برآوردی تبدیل شده
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	0.128253	0.2892	۰,۰۳۴
اندازه شرکت	0.380114	0.0184	۰,۱۰۲
اهرم مالی	-0.3632	0.2588	-۰,۰۹۷
نوع حسابرس	-0.3999	0.0586	-۰,۱۰۷
مقدار ثابت	-1.1797	0.2309	-۰,۳۱۶

^{۱۸}. لازم به ذکر است با توجه به اینکه متغیر نرخ بازده دارایی‌ها در این مدل معنادار نبوده و با حذف آن سطح معناداری کل رگرسیون از ۹۰ درصد به ۹۵ درصد اطمینان افزایش یافت، لذا تصمیم به حذف متغیر فوق‌الذکر از مدل گرفته شد.

فرضیه اصلی دوم: بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه از مدل ۲ استفاده شده است که متغیر بازده دارایی‌ها به دلیل اثر منفی بر روی نتایج مدل کنار گذاشته شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، از آنجایی که قدرمطلق آماره t فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتر از ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری بالاتر از ۰/۰۵ شد بنابراین، فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید نمی‌شود.

فرضیه فرعی اول: بین اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

از آنجایی که قدرمطلق آماره t اندازه شرکت بالاتر از ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری زیر ۰/۰۵ شد بنابراین از لحاظ آماری فرضیه تایید می‌شود. در فرضیه رابطه مثبت پیش‌بینی شده بود که نتایج فرضیه پژوهش، رابطه مثبت بین دو متغیر را تایید کرد. بدین معنی که شرکت‌های بزرگتر به دلیل توانایی در ایجاد وجه نقد، سیاست تقسیم سود بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند.

تحلیل ضریب برآوردی: در صورت ثابت بودن سایر شرایط یک واحد افزایش در اندازه شرکت، لگاریتم احتمال تقسیم شدن سود به تقسیم نشدن سود شرکت را به طور متوسط ۰/۳۸ واحد افزایش می‌دهد.

تحلیل ضریب برآوردی تبدیل شده: به ازای یک واحد افزایش در اندازه شرکت، به میزان ۰/۱۰۲ واحد سیاست تقسیم سود افزایش خواهد یافت.

فرضیه فرعی دوم: بین نوع حسابرس و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

از آنجایی که قدرمطلق آماره t نوع حسابرس کمتر از ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ شد بنابراین از لحاظ آماری فرضیه تایید نمی‌شود.

فرضیه فرعی سوم: بین اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

از آنجایی که قدرمطلق آماره t اهرم مالی کمتر از ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ شد بنابراین از لحاظ آماری فرضیه تایید نمی‌شود.

نتایج مدل سوم

در اینجا هر دو متغیر اصلی به همراه متغیرهای کنترلی به صورت ترکیبی در مدل سوم مورد بررسی قرار گرفتند و فرضیه‌های اصلی اول و دوم و فرضیه‌های فرعی مجدداً آزمون شدند.

نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون لجستیک در جدول‌های شماره (۶) و (۷) ارائه شده است.

جدول ۶: نتایج حاصل از بررسی کلی مدل

ضریب تعیین مک‌فادن	آماره راست‌نمایی	معناداری آماره راست‌نمایی	درصد صحت پیش‌بینی
۰/۰۶۵	۴۷/۸۵	۰/۰۰	۳۴/۵۴

همان‌طور که در جدول شماره (۶) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره راست‌نمایی و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که میزان راست‌نمایی متغیرها در سطح مناسبی است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰,۰۶۵ است. یعنی ۶,۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. همچنین، مقدار درصد صحت پیش‌بینی نیز برابر ۳۴,۵۴ است. و هم چنین مقدار معناداری آماره درست‌نمایی مدل برابر با ۰,۰۰۰ است که نشان می‌دهد این مدل در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنادار است. در ادامه نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرهای مدل که در جدول شماره (۷) ارائه شده است، توضیح داده می‌شود.

جدول ۷: نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی مدل

متغیرها	ضرایب	سطح معناداری	ضریب برآوردی تبدیل شده
سرمایه‌گذاران نهادی	1.899939	0.0000	۰,۴۷۲
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	0.075927	0.5458	۰,۰۱۹
اندازه شرکت	0.165392	0.3305	۰,۰۴۱
نرخ بازده دارایی‌ها	-0.0230	0.4575	-۰,۰۰۶
اهرم مالی	-0.3704	0.2745	-۰,۰۹۲
نوع حسابرس	-0.3438	0.1174	-۰,۰۸۵
مقدار ثابت	-0.4910	0.6320	-۰,۱۲۲

فرضیه اصلی اول: بین سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ضریب مثبت متغیر مستقل مربوط به سرمایه‌گذاران نهادی، بیانگر رابطه مثبت بین سهامداران نهادی و سیاست تقسیم سود است. سطح معناداری مربوط به آماره متغیر مستقل نیز کمتر از ۰,۰۵ است که بیانگر این است که این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و توضیحات تفسیری آن مانند مدل اول خواهد بود.

تحلیل ضریب برآوردی: در صورت ثابت بودن سایر شرایط یک واحد افزایش در سرمایه‌گذاران نهادی، لگاریتم احتمال تقسیم شدن سود به تقسیم نشدن سود شرکت را به طور متوسط ۱/۹۰ واحد افزایش می‌دهد.

تحلیل ضریب برآوردی تبدیل شده: به ازای یک واحد افزایش در سرمایه‌گذاران نهادی، به میزان ۰/۴۷۲ واحد سیاست تقسیم سود افزایش خواهد یافت.

فرضیه اصلی دوم: بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، از آنجایی که قدر مطلق آماره t فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتر از ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری بالاتر از ۰/۰۵ شد بنابراین، فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید نمی‌شود.

فرضیه فرعی اول: بین اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، از آنجایی که قدرمطلق آماره t اندازه شرکت کمتر از ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری بالاتر از ۰/۰۵ شد بنابراین، فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید نمی‌شود.

فرضیه فرعی دوم: بین نوع حسابرس و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، از آنجایی که قدرمطلق آماره t نوع حسابرس کمتر از ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری بالاتر از ۰/۰۵ شد بنابراین، فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید نمی‌شود.

فرضیه فرعی سوم: بین اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، از آنجایی که قدرمطلق آماره t اهرم مالی کمتر از ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری بالاتر از ۰/۰۵ شد بنابراین، فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید نمی‌شود.

فرضیه فرعی چهارم: بین نرخ بازده دارایی‌ها و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

از آنجایی که قدرمطلق آماره t نرخ بازده دارایی‌ها کمتر از ۲ شد و از طرفی دیگر سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ شد بنابراین از لحاظ آماری فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید نمی‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

حاکمیت شرکتی بحثی است که در بسیاری از رشته‌ها همچون حسابداری، مالی، اقتصاد و ... مطالعه زیادی در مورد آن شده است. همچنین تعاریف مختلفی ارائه گردیده است که اشاره می‌گردد مثلاً کدبری^{۱۹} (۱۹۹۲) حاکمیت شرکتی را این‌گونه تعریف کرده است:

«...سیستمی که شرکت‌ها با آن هدایت و کنترل می‌شوند.» که یک دیدگاه کاملاً مالی که به روابط بین سهامداران و مدیریت می‌پردازد، اشاره دارد.

سهامداران نهادی به حاکمیت شرکتی به صورت کاملاً متفاوت از سهامداران حقیقی می‌نگرند، زیرا مؤسسات اساساً ملاک‌های ارزشمندتری نسبت به اشخاص حقیقی دارند و انگیزه‌های لازم برای توسعه، گسترش و نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها با منطری کارشناسانه دارند. لذا بایستی نقش فعال‌تری را در حاکمیت شرکتی نسبت به سهامداران جزء ایفا نمایند. دسترسی بیشترشان به اطلاعات شرکت همراه با قدرت مشارکتشان در تصمیم‌گیری‌های حساس شرکت، باید آن‌ها را قادر نماید تا به صورت فعالانه‌تر بر عملکرد شرکت نظارت نمایند و وقتی که احساس نمایند عملکرد شرکت رو به افول می‌باشد، تغییراتی را در ترکیب هیئت‌مدیره به وجود آورند. در عمل در اوایل دهه ۱۹۹۰ سهامداران نهادی به طرز فزاینده‌ای بر بازارهای آمریکا تسلط یافتند. آن‌ها نقش فعال‌تری را در حاکمیت شرکتی نسبت به دوره‌های پیشین بر

¹⁹Kedberi

عده گرفتند. اما در سایر بازارها همچنان که بعضی از تحقیقات نشان داده‌اند، حتی فعال‌ترین سهامداران نهادی در مورد اجرای مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی کمترین تلاش را ننموده‌اند (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۲).

مهمترین هدف هر شرکت، به حداکثر رساندن ثروت سهامدارانشان است. به همین منظور مدیران شرکت‌ها تلاش می‌کنند تا با استفاده از ترکیبات و تصمیمات مختلف مالی، ارزش بازار شرکت را افزایش داده و هدف شرکت را تحقق بخشند. هر چند که تغییرات ثروت سهامداران تحت تأثیر عوامل مختلفی است، اما استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و در پیش گرفتن سیاست‌های بدهی و تقسیم سود مناسب، که از جمله ابزارهای تصمیمات مالی به حساب می‌آیند، می‌تواند موجب بهبود جایگاه شرکت گردد.

عوامل زیادی در تصمیمات سرمایه‌گذاری یک شرکت تأثیرگذار است. این عوامل با تأثیر بر انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، می‌توانند بر هزینه سرمایه، سودآوری، منفعت مورد انتظار سهامداران و ارزش سهام شرکت در آینده اثر بگذارند. لذا شناخت عوامل مهم و تأثیرگذار بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها، در ارزیابی، شناسایی و تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، بسیار حائز اهمیت است (عباسی و همکاران، ۱۳۸۸).

توسعه سرمایه‌گذاری از یک سو موجب جذب سرمایه‌های غیرکارا و هدایت آن‌ها به بخش‌های مولد اقتصادی گردیده و از سوی دیگر با توجه به جهت‌گیری سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری‌ها در صنایعی هدایت خواهند شد که از سود بیشتر یا ریسک کمتری برخوردارند که این امر موجب تخصیص بهینه در منابع خواهد شد. در تئوری‌های سنتی سرمایه‌گذاری فرض بر این است که تصمیمات سرمایه‌گذاری در محیط مطمئنی صورت می‌گیرد. در این تئوری‌ها دو ویژگی از مخارج سرمایه‌گذاری در نظر گرفته نشده است؛ نخست این که اکثر مخارج سرمایه‌گذاری صورت گرفته برگشت‌ناپذیر هستند. بدین معنی که این سرمایه‌گذاری‌ها هزینه‌های به حساب رفته هستند و نمی‌توان آن‌ها را باز گرداند. دوم این که سرمایه‌گذاری‌ها در انتظار برای دستیابی به اطلاعات جدید در مورد قیمت‌ها، هزینه‌ها و سایر شرایط بازار می‌توانند با تأخیر انجام شوند. قابلیت برگشت‌ناپذیری و انتظار برای اطلاعات جدید، سرمایه‌گذاران خصوصی را به عدم اطمینان‌ها در مورد متغیرهای کلان اقتصادی حساس می‌سازد.

تئوری و نحوه محاسبه سود در کانون ادبیات حسابداری و مدیریت و مالی قرار می‌گیرد. اقتصاددانان برای بهبود مفاهیم سود و انطباق آن با مشاهدات دنیای واقعی کوشش زیادی کرده‌اند اما در حل مسائل مربوط به اندازه‌گیری سود موفقیت چندانی نداشته‌اند، لیکن حسابداران برای اندازه‌گیری سود قواعد دقیقی را به کار گرفته و به موضوع نزدیکی آن به مفاهیم اقتصادی نیز توجه چندانی نکرده‌اند. در نتیجه مفهوم سود هنوز هم دستخوش تفسیرهای گوناگونی قرار می‌گیرد (رهنمایر و دپشتی و صالحی، ۱۳۹۰).

از آنجا که سود نقدی مبین خروج وجه نقد از شرکت است، هر چه وضعیت نقدینگی شرکت بهتر باشد شرکت توانایی بیشتری در پرداخت سود خواهد داشت. وجود سود به تنهایی دلیلی برای تقسیم آن نیست بلکه باید نقدینگی کافی نیز وجود داشته باشد شرکتی که سودآور و در حال توسعه است، چون وجوه نقد خود را در دارایی‌های ثابت سرمایه‌گذاری می‌نماید، ممکن است نقدینگی کافی نداشته باشد. به همین علت برخی شرکت‌ها به دلیل عدم نقدینگی کافی اقدام به کاهش سود تقسیمی خود می‌نمایند و یا نسبت به استقراض از موسسات تامین مالی اقدام می‌نمایند که سود تقسیمی خود را در همان سطح قبلی حفظ نمایند تا این که سهامداران کاهش سود تقسیمی را نشانه عدم سودآوری شرکت در آینده تصور نکنند.

- در راستای پژوهش انجام شده و نتایج بدست آمده از آن برخی از پیشنهادهاى تحقیق به شرح زیر بیان می‌شود:
- یکی از پیامدهای ضمنی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، عدم وجود آینده‌نگری واقعی است، بنابراین لازم است مدیران و تصمیم‌گیرندگان خود را در برابر آینده محافظت کرده و مشاوران مالی در این زمینه به آنها کمک کنند.
 - سیاست تقسیم سود سیاستی است که موجب می‌شود سهم برای سرمایه‌گذاران جذاب باشد. بنابراین به مشاوران و مدیران پیشنهاد می‌شود با افزایش و بهبود سیاست تقسیم سود سهم را برای سرمایه‌گذاران جذاب‌تر کنند.
 - با توجه به اهمیت تحلیل اطلاعات مرتبط با حاکمیت شرکتی، سیاست تقسیم سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان مکمل اطلاعات نسبت‌های مالی شرکت‌ها، حسابداران، شرکت‌های پردازش اطلاعات و شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران بهتر است نسبت به تهیه، تحلیل و ارائه این اطلاعات برای شرکت‌های مختلف اقدام نمایند تا زمینه استفاده از این اطلاعات برای سرمایه‌گذاران و مدیران در بورس اوراق بهادار تهران فراهم شود.

در راستای پژوهش به عمل آمده از پیشنهاداتی که برای پژوهش‌های آتی پژوهشگران پیشنهاد می‌شود به شرح زیر ارائه می‌گردند:

- پژوهشی تحت عنوان رابطه بین بیش‌اعتمادی مدیران و معیارهای حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود انجام شود.
 - پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی سیاست تقسیم سود براساس میزان تقسیم سود و نه براساس متغیر مجازی مورد سنجش قرار گیرد.
 - پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی کارایی سرمایه‌گذاری نیز به همراه فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد محاسبه و سنجش قرار گیرد.
 - پژوهشی تحت همین عنوان براساس نوع صنعت انجام شود.
- در مراحل انجام تحقیقات علمی، معمولاً یک سری شرایط و مواردی وجود دارند که از کنترل محقق خارج می‌باشند ولی به طور بالقوه نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار می‌دهند. محدودیت‌ها می‌توانند ناشی از شرایط محیطی یا زمانی و ذاتی را شامل گردند؛ در این پژوهش محدودیت‌های زیر وجود داشته است:
- از آنجایی که این پژوهش در مورد شرکت‌های بورسی و در یک قلمرو زمانی ۵ ساله انجام شده بنابراین تعمیم یافته آن به کلیه شرکت‌های بورسی با احتیاط صورت پذیرد.
 - این پژوهش در مورد شرکت‌های بورسی صورت گرفته، بنابراین تعمیم یافته‌های آن به سایر شرکت‌های خارج از بورس با احتیاط صورت پذیرد.

منابع و مآخذ

۱. تهرانی، ر و ذاکری، ح، (۱۳۸۸)، «بررسی رابطه بین کیفیت سود و سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، ۲ (۵).

۲. جهانخانی، ع و قربانی، س، (۱۳۸۴)، «شناسایی و تعیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۲۰.
۳. حاجیها، ز و قادری، ص، (۱۳۹۵)، «بررسی تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر تاخیر در گزارش حسابرسی»، *دانش حسابداری مالی*، ۳ (۲).
۴. دیدار، ح؛ منصورفر، غ و کفعمی، م، (۱۳۹۳)، «بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر شکاف مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱ (۴).
۵. رهنمای رودپشتی، ف و صالحی، الف، (۱۳۹۰)، «مکاتب و تئوری‌های مالی و حسابداری»، سازمان چاپ و انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، تهران.
۶. شورورزی، م؛ برومند، ر و صادقی پناه، ج، (۱۳۸۹)، «بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود»، *مطالعات کمی در مدیریت آزاد ابهر*، ۲.
۷. قالیباف اصل، ح و ولی زاده، ف، (۱۳۹۵)، «بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام»، *راهبرد مدیریت مالی*، ۴ (۱۴).
۸. مشایخ، ش و بهزادپور، س. (۱۳۹۳)، «تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱ (۴).
۹. مهدوی، غ؛ حسینی، سید م و رئیسی، ز، (۱۳۹۳)، «تاثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود پیش بینی شده به وسیله مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*، ۶ (۱۶).
۱۰. نادری، ح؛ جاهد، م و شیرزاد، م، (۱۳۸۹)، «بررسی رابطه احساس امنیت اجتماعی و سرمایه اجتماعی (مطالعه موردی شهر اردبیل)»، *مطالعات امنیت اجتماعی*، جدید (۲۱).
11. Bushee, B. (1998). "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior". *The Accounting Review*, 7(3).
12. Cahan, S. F., J. M. Godfrey, J. Hamilton and D. C. Jeter. (2013). Auditor specialization, auditor dominance, and audit fees: The role of investment opportunities. *The Accounting Review*, 83 (6).
13. Deshmukh, S., Goel, A. & Howe, K. (2013). CEO Overconfidence and Dividend Policy. *Finance Intermediation*, 22 (3).
14. Fairchild, R. (2005). Managerial Overconfidence, Moral Hazard Problems, and Excessive Life-cycle Debt Sensitivity. *Investment Management and Financial Innovations*, 6 (3).
15. Gujarati, d., (2004), *basic econometrics*, Antonioan thony Liverpool.
16. Heaton, J.B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31, 33-45.
17. Huang L, Chen W, (2011). Study on Relationship between Managerial Overconfidence and Debt Financing in Corporates with Different Ownership. *Technology Economics*.
18. Huang R, Tan k and Faff R, (2013). CEO Overconfidence and Corporate Debt Maturity.
19. Huang, Ronghong, Kelvin Jui Keng Tan, Robert W. Faff. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance* 36 (2016) 93-110.
20. Malmendier, U and Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the Market's reaction, *Journal of Financial Economics*, 89: 20-43

21. Modigliani, F. & Miller, M. H., (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *the American Economic Review*, 48(3).
22. Naderian-Jahromi, M. and Amirhosseini, S.E. (2008). Studying the Relation between Sport Manager's Personality and Demographic Characteristics with their Job Skills. *Olympic*, 11 (4).
23. Odit, M. P. & Chitto, H. B., (2008), Does Financial Leverage Influence Investment Decisions? The Case of Mauritian Firms, *Journal of Business Case Studies*, 9, 49-60.
24. Pham Trung, Dao Mai, L. Brown Veena. (2014). Investment Opportunities and Audit Report Lags: Initial Evidence. *Accounting and Finance Research*. 3 (4).
25. Polk, c., and sapienza, p. (2012). The stock market and corporate investment: a test of catering theory. *Review of financial studies*; 22(1).
26. Ramalingegowda, S., Wang, C.-S., and Yu, Y. (2013). The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions. *The Accounting Review*, 88(3).
27. Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11 (1).