

بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی بحران مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس

حسن رجبیان شایگان^۱ | محمد شوقی^۲

چکیده

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است، مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت تقسیم، و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود، براین اساس عوامل متعددی در این حوزه برای تصمیم‌گیری تأثیرگذار است در پژوهش حاضر به بررسی ویژگی‌های هیأت مدیره که شامل متغیرهای اندازه، استقلال، تعداد جلسات و رهبری بر تقسیم سود و نقش بحران مالی در سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس انجام گردید در این راستا دو فرضیه اصلی، هشت فرضیه فرعی برای این پژوهش ترسیم و مورد آزمون قرار گرفت. روش پژوهش از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی است. از نظر روش و ماهیت از نوع پژوهش همبستگی است. در این پژوهش هدف بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته است. پس از انتخاب نمونه و محاسبه متغیرهای اصلی پژوهش، به کمک رگرسیون چند متغیره و با استفاده از نرم‌افزارهای Excel و E.views به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شد. نتایج آزمون نشان می‌دهد که شش فرضیه فرعی تأیید و دو فرضیه فرعی دیگر تأیید نگردیده است.

کلیدواژه‌ها: کیفیت گزارشگری مالی؛ کارایی سرمایه‌گذاری؛ جریان نقد آزاد.

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت:

۱۴۰۲/۰۷/۲۲

تاریخ پذیرش:

۱۴۰۲/۱۲/۰۸

صص: ۱۱۱-۱۳۶



۱. نویسنده مسئول: کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

mshoghi2023@gmail.com

۲. استادیار گروه برنامه و بودجه، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه امام حسین (ع)، تهران، ایران.



مقدمه و بیان مسئله

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود (میلی و همکاران^۱، ۲۰۱۷). مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت تقسیم، و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود (بیکر و پاول^۲، ۲۰۱۲) به علاوه، این سیاست در بازار سهام، محتوای اطلاعاتی دارد. هر سرمایه‌گذار با توجه به نوع سلیقه، سهام شرکتی را خریداری می‌کند که سیاست تقسیم سود آن را مطلوب می‌داند. میزان سود سهام پیشنهادی توسط هیئت مدیره به‌طور معمول حاوی اطلاعاتی در خصوص انتظارات مدیران در مورد سودآوری آینده شرکت است (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴).

نقش هیأت مدیره به عنوان یکی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، در ادبیات مرتبط با آن بسیار مورد توجه قرار گرفته است. در حاکمیت شرکتی، هدف، برخورداری از یک هیأت مدیره مؤثر و کارا است و دستیابی به این هدف، مستلزم ارزیابی خصوصیات هیأت مدیره (به ویژه مطلوب) است. اثربخشی هیأت مدیره در شرایط مختلف از قبیل اندازه و ترکیب آن بیان شده است. برای اینکه هیأت مدیره وظیفه خود را به نحو احسن انجام دهد، چند ویژگی در حاکمیت شرکتی پیشنهاد می‌گردد. بعضی از این ویژگی‌ها، اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، دانش مالی هیأت مدیره، تعداد جلسات هیأت مدیره و دوگانگی نقش مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره یا همان رهبری هیأت مدیره هستند.

اندازه هیأت مدیره

اندازه هیأت مدیره به عنوان یکی از ویژگی‌های هیأت مدیره، تعداد اعضای هیأت مدیره شرکت را در بر می‌گیرد. نظرات متفاوتی در مورد اندازه هیأت مدیره وجود دارد که برخی معتقد به اثربخشی هیأت مدیره بزرگ به خاطر تجربیات گسترده اعضا و تخصص‌های متنوع هیأت مدیره بزرگ هستند (زهرا و پیرس، ۱۹۸۹ و عبدالرحمان و علی، ۲۰۰۶). در حالی که برخی نیز معتقد به اثربخشی هیأت مدیره کوچک به خاطر سهولت همکاری، ارتباط و تصمیم‌گیری هستند.

1. Mili et al

2. Baker and Powell

دالتون (۲۰۰۵) در پژوهشی بیان می دارند، که هیأت مدیره کوچکتر، از مزیت ها و منافع حاصل از نظرات و پیشنهادات تخصصی و متنوع که در هیأت مدیره بزرگتر وجود دارد، محروم است. به علاوه هیأت مدیره بزرگتر در زمینه هایی از قبیل تجربه، مهارت، جنسیت، ملیت و غیره مزیت دارد. ضمن آن که هیأت مدیره کوچکتر از مدیران غیر موظف کمتری در ترکیب خود استفاده می نماید و زمان اندکی جهت ایفای وظایف تصمیم گیری و نظارتی خود دارد.

استقلال هیأت مدیره

استقلال هیأت مدیره به تعداد اعضای غیرموظف در هیأت مدیره شرکت اطلاق می شود. برخی از پژوهش های پیشین نشان داده اند که تعداد اعضای غیر موظف هیأت مدیره با اثربخشی مدیران ناظر در تهیه صورت های مالی رابطه مثبت دارد (بیکس و همکاران، ۲۰۰۴). در حالی که برخی نیز رابطه منفی بین استقلال هیأت مدیره و عملکرد شرکت را تأیید می کنند (اگراوال و کنوبر، ۱۹۹۶). طبق تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف مستقل یعنی مدیرانی که سمت اجرایی در شرکت ندارند و عملکرد نظارتی آن ها به عنوان افرادی مستقل، موجب کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران شرکت ها می شود. نتایج پژوهش ون (۲۰۰۹) نشان داده که شرکت هایی با تعداد مدیران غیرموظف بیشتر، به دلیل وجود نظارت مؤثرتر بر فعالیت مدیران آنها، برای تأمین مالی، کمتر به بدهی رو می آورند. لذا، مدیران با ریسک کمتر سعی در بهبود گزارشگری و افشای اطلاعات مالی دارند. اعضای مستقل، مسئله نمایندگی را کنترل می کنند، عدم تقارن اطلاعاتی را بین مدیر و سهامداران با ارائه افشای بهتر و با کیفیت تر، کاهش می دهند. فاما (۱۹۸۳) نیز مدعی است که کارآمدی هیأت مدیره با ورود اعضای غیرموظف بهبود می یابد.

رهبری هیأت مدیره

دوگانگی نقش نیز به جدایی نقش مدیرعامل از رییس هیأت مدیره اطلاق می شود. با توجه به پژوهش ای-گوهای و همکاران (۲۰۰۶) در زمانی انتظار می رود که هیأت مدیره اثربخش و مستقل باشد که، مدیرعامل و رییس هیأت مدیره یک سمت واحد را نداشته باشد. همچنین با توجه به تئوری نمایندگی، تسلط مدیرعامل ممکن است منجر به رفتارهای فرصت طلبانه شود که ثروت سهامداران را کاهش دهد. از دیدگاه نظری، هنگامی مدیرعامل در جایگاه رئیس هیأت مدیره

قرار می‌گیرد، تضاد منافع به وجود می‌آید. همچنین در چنین حالتی، عملکرد نظارتی هیأت مدیره کاهش می‌یابد. ترکیب نقش ریاست هیأت مدیره و مدیرعامل، مبین عدم جدایی کنترل و نظارت از مدیریت است. از این رو، ادبیات تئوریک بیان می‌دارد، جدایی جایگاه هیأت مدیره و مدیرعامل، باعث عملکرد بهتر شرکت می‌گردد؛ اما نتایج پژوهش‌ات تجربی در این خصوص حاوی نتایج متفاوتی است. گیلان و همکاران (۲۰۰۳) در پژوهشی نشان دادند جدایی ترکیب نقش ریاست هیأت مدیره و مدیرعامل شرکت، رابطه‌ی معناداری با عملکرد شرکت ندارد. کولز و همکاران (۲۰۰۱) به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌هایی که در آن مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره فرد واحدی نیست، عملکرد بهتری دارند. همچنین جداسازی رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل با عملکرد عملیاتی بالاتری در ارتباط است.

تعداد جلسات هیأت مدیره

جلسات هیأت مدیره، مکانی است که در آن مدیران اجرایی و اعضای هیأت مدیره اطلاعات خود را در مورد عملکرد شرکت، سیاست‌ها و طرح‌های آن مطرح می‌کنند و به اشتراک می‌گذارند. جلسات متعدد به برقراری ارتباط بهتر میان مدیران و اعضای هیأت مدیره کمک می‌کند. اما برگزاری جلسات بیش از حد هیأت مدیره، علاوه بر هزینه‌هایی که دارد (از قبیل زمان مدیریت، هزینه‌ی مسافرت و حق‌الزحمه‌ی حضور در جلسات هیأت مدیره)، باعث انحراف مدیران شرکت از مسوولیت‌های عملیاتی و روزمره‌ی خود می‌گردد. از این رو، هیأت مدیره می‌بایست تعادلی میان هزینه - منفعت تعداد جلسات برقرار کند و افیاس در پژوهش خود در سال ۱۹۹۹ به این نتیجه دست یافت که افزایش تعداد جلسات هیأت مدیره پس از عملکرد ضعیف شرکت، باعث می‌گردد برگشت از عملکرد بد سریعتر اتفاق افتد. نتایج پژوهش آدامز و فریرا (۲۰۰۴) نیز نشان می‌دهد هنگامی که هیأت مدیره جلسات بیشتری برگزار می‌کند، ارزش شرکت افزایش می‌یابد.

رابطه بین ویژگی‌های هیأت مدیره و تقسیم سود

سیاست تقسیم سود یکی از مواردی است که تحت تأثیر تضادهای نمایندگی قرار دارد (هارادا و نگوین، ۲۰۰۶ و جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴). به طور کلی دو دیدگاه متفاوت در زمینه رابطه

سود تقسیمی و تضادهای نمایندگی وجود دارد. در دیدگاه اول، سود تقسیمی راه حل کاهش تضادهای نمایندگی بین مدیران و سهامداران و در دیدگاه دوم سود تقسیمی جایگزینی برای مسائل نمایندگی است (کوکی و گیزانی، ۲۰۰۹). از طرفی مبانی نظری و یافته های پژوهش های تجربی حاکی از رابطه معنادار ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره با هزینه های نمایندگی است (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸). با توجه به این مطالب مبنی بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و هزینه های نمایندگی، انتظار می رود که ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود نیز مؤثر باشد.

رابطه بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی و از طرفی ارتباط بین سیاست تقسیم سود و هزینه های نمایندگی، هیئت مدیره مستقیم ترین مکانیزم برای نظارت مدیریت است و نقش مهمی در به نظم درآوردن مدیران در صورت اثبات نامناسب بودن عملکرد آنان بازی می کند. هیئت مدیره باعث کاهش هزینه های نمایندگی برای نظارت بر مدیران می شود. این هزینه ها می تواند حتی در زمان بحران های مالی بالاتر باشد، زیرا مدیران تمایل دارند از دوره های آشفتگی برای از بین بردن منابع داخلی استفاده کنند. بر این اساس، سهامداران ممکن است نیاز به پرداخت سود بالاتر داشته باشند.

از سوی دیگر، یکی از دلایل مهمی که ممکن است سبب تغییر در تصمیم های مدیریت در ارتباط با تقسیم سود شود، بحران های مالی است که اخیراً گریبان گیر شرکت های بسیاری شده و مشکلات زیادی را برای آنان فراهم آورده است. بحران مالی درواقع شکست مدیریت ریسک در بحث روابط تجاری است. مطالعات انجام شده در آمریکا توسط نهادهای مالی نشان داد که ویژگی های هیئت مدیره مرتبط با فرایند تصمیم گیری هیئت مدیره، اثر منفی بر تصمیمات مدیریت ریسک دارد یکی دیگر از مسائل مرتبط با سیاست تقسیم سود این است که آیا شرکت ها در طول بحران مالی سیاست های سود سهام خود را تغییر می دهند یا خیر. بحران های مالی، ریسک و بی اطمینانی افراد برون سازمانی را افزایش می دهد و همچنین منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش مشکلات نمایندگی می شود (موسوی شیری و همکاران، ۱۳۹۵). ازاین رو پژوهش حاضر با تأکید بر نقش تعدیل کنندگی بحران های مالی انجام می شود.

عقیده بر این است که اعلام سود تقسیمی به‌عنوان یک پیش‌بینی‌کننده مطلوب از عملکرد مالی آتی شرکت‌ها است (فلوید، اسکینر^۱، ۲۰۱۵). آگاهی از عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود ضمن آنکه تصویر روشنی از توان توزیع نقدینگی شرکت‌ها ارائه می‌دهد، امکان برآورد رفتار آتی آن‌ها را نیز فراهم می‌سازد. با توجه به اینکه یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران تصمیم‌گیری است، تصمیمات مدیران در زمینه‌های مختلفی، از جمله تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری‌ها و تقسیم سود می‌تواند در عملکرد آن‌ها مؤثر باشد. همیشه بین مدیران و صاحبان سهام عمده از یک طرف و هزاران هزار سرمایه‌گذار کوچک از طرف دیگر بر سر مسئله تقسیم سود تضاد وجود دارد (مهدی و همکاران، ۲۰۱۷). از طرفی در زمان وجود تضاد منافع بین مدیر و سهامدار، پرداخت‌های سود تقسیمی منظم می‌تواند تضادهای نمایندگی را کاهش دهد و از این طریق، دامنه سوءاستفاده احتمالی از منابع توسط مدیریت کاهش می‌یابد. پژوهش حاضر در مورد متغیرهایی هست که به هزینه‌های نمایندگی و نظریه علامت‌دهی اشاره دارند که قبلاً در کشورهای در حال توسعه مثل ایران، استفاده نشده است. این ملاحظات می‌تواند، بینش‌های بیشتری را در مورد بحث سیاست‌های سود سهام ارائه دهد. هیئت‌مدیره یکی از مهم‌ترین مکانیزم‌ها برای نظارت مدیریت است و نقش مهمی در به‌نظم درآوردن مدیران در صورت اثبات نامناسب بودن عملکرد آنان بازی می‌کند و باید دارای ویژگی‌هایی باشد که بر مدیریت شرکت نظارت و به سهامداران اطمینان دهد (فاما و جنسن^۲، ۱۹۸۳)؛ بنابراین، این مقاله درصدد است تا ویژگی‌های هیأت مدیره را به‌عنوان ابزاری برای حل مشکل هزینه نمایندگی بررسی نماید. با توجه به تفکیک مالکیت از مدیریت، ویژگی‌های هیأت مدیره به‌عنوان یکی از ابزارهای محرک کاهش هزینه‌های شرکت و افزایش ارزش و عملکرد شرکت محسوب می‌شود. پژوهش حاضر از آن جهت دارای اهمیت است که به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که متفاوت بودن ویژگی‌های هیأت مدیره، به‌واسطه نقشی که می‌توانند در نظارت و کنترل مدیریت و کاهش هزینه‌های نمایندگی داشته باشند، باید در تصمیمات سرمایه‌گذاری و مالی موردتوجه قرار گیرد. از این رو پژوهش حاضر به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند، قبل از اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها در مورد ویژگی‌های هیأت مدیره شرکت توجه ویژه داشته باشند.

1. Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. J

2. Fama, E. F., & Jensen, M. C

زیرا عملکرد و بازدهی شرکت با توجه به نحوه استقرار حاکمیت آن متفاوت است. به این منظور سهامداران می‌توانند قبل از اقدام به خرید سهام از طریق اطلاعات مالی افشاشده شرکت تک‌تک متغیرهای حاکمیت شرکتی را مورد بررسی قرار دهند و راجع به نحوه عملکرد و در نتیجه میزان سود دریافتی قضاوت کنند. همچنین با توجه به اهمیت بحران‌های مالی حاکم بر اقتصاد و افزایش میزان وقوع بحران‌های مالی در شرکت‌ها امروزه بیشتر پژوهش‌های انجام‌شده اثر بحران‌های مالی را بر پژوهش‌ها خود لحاظ نموده‌اند. از این رو پژوهش حاضر به دنبال بررسی اثر بحران‌های مالی بر رابطه میان سود تقسیمی و ویژگی‌های هیات مدیره هست.

سؤال اصلی پژوهش این است: آیا بحران مالی در ویژگی‌های هیات مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر دارد؟
بر همین اساس دو فرضیه اصلی و هشت فرضیه فرعی تدوین شده است که در ادامه بیان می‌گردد.

فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اول پژوهش:** ویژگی‌های هیات مدیره بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.
- فرضیه ۱-۱: اندازه هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.
 - فرضیه ۱-۲: استقلال هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.
 - فرضیه ۱-۳: تعداد جلسات هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.
 - فرضیه ۱-۴: رهبری هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.
- فرضیه دوم پژوهش:** بحران‌های مالی بر رابطه ویژگی‌های هیات مدیره و سیاست تقسیم سود اثر معناداری دارد.
- فرضیه ۲-۱: بحران‌های مالی بر رابطه میان اندازه هیات مدیره و سیاست تقسیم سود اثر معناداری دارد.
 - فرضیه ۲-۲: بحران‌های مالی بر رابطه میان استقلال هیات مدیره و سیاست تقسیم سود اثر معناداری دارد.

فرضیه ۲-۳: بحران‌های مالی بر رابطه میان تعداد جلسات هیأت مدیره و سیاست تقسیم سود اثر معناداری دارد.

فرضیه ۲-۴: بحران‌های مالی بر رابطه میان رهبری هیأت مدیره و سیاست تقسیم سود اثر معناداری دارد.

بحران مالی

بحران مالی یا بحران اقتصادی به طیف گسترده‌ای از وضعیت‌هایی اطلاق می‌شود که بعضی از منابع مالی قسمت بزرگی از ارزش اسمی خود را از دست می‌دهند. در سده نوزدهم و اوایل سده بیستم، بسیاری از بحران‌های مالی مربوط به بحران‌های بانکداری می‌شدند و بسیاری از بحران‌های اقتصادی با این بحران‌ها هم‌زمان بودند. دیگر وضعیت‌هایی که بحران مالی نامیده می‌شوند، شامل سقوط بازار سهام، ترکیدن حباب‌های اقتصادی و بحران واحد پولی هستند. بروز هرگونه عدم تعادل وسیع در بازارهای اقتصادی در سطح داخل و خارج کشور که متأثر از عوامل درون‌زا و برون‌زای بازار باشد، بحران مالی اقتصادی نامیده می‌شود (حسن زاده و کیانوند، ۱۳۸۹).

در تعریف کلی می‌توان گفت واژه بحران مالی به وضعیتی اطلاق می‌شود که بخش عظیمی از دارایی‌ها ارزش خود را از دست بدهند. درواقع، بروز رکود اقتصادی و بحران بیکاری را می‌توان از پیامدهای انکارناپذیر بحران‌های مالی برشمرد.

برخی از ویژگی‌های بحران عبارت‌اند از:

۱) بحران‌ها آثار مخربی دارند و مردمی که تا قبل از بحران نیازمند کمک نبودند به محض

وقوع بحران نیازمند کمک می‌شوند.

۲) ماهیت و آثار طولانی و استهلاکی دارند.

۳) در وضعیت بحران معمولاً تصمیم‌گیری تحت شرایط وخیم و در زمان محدود

انجام گرفته و اطلاعات موردنیاز تصمیم‌گیرندگان ناقص است.

۴) زمان موجود برای پاسخ‌دهی پیش از انتقال تصمیم را محدود کرده و اعضای واحد

تصمیم‌گیری را به تعجب و حیرت وامی‌دارد.

۵) محدودیت و فشردگی زمان، غافلگیری، استرس و مخدوش شدن اطلاعات، ویژگی‌های دیگر بحران است.

چرخه بحران

در جوامع ماقبل سرمایه‌داری، بروز بحران بر اثر عوامل برون‌زا مانند سیل، قحطی و خشک‌سالی بود، اما در جامعه مبتنی بر بازار (نظام سرمایه‌داری) یک سلسله عوامل درون سیستمی به گونه‌ای عمل می‌کنند که کارکرد کل سیستم دچار اختلال و ناهمگونی می‌شود. سیستم بازار به‌طور پیوسته با بحران روبرو می‌شود زیرا جوهر ذاتی نظام، مبتنی بر تناقض و عدم تعادل است. به همین دلیل است که بحران به‌طور مارپیچی خود خویش را تولید می‌کند. دوره‌ای که از آغاز یک بحران تا آغاز بحران بعدی طول می‌کشد یک سیکل بحران نامیده می‌شود که به چهار مرحله تقسیم می‌شود: بحران، رکود (کساد)، بهبود، رونق.

اولین و اصلی‌ترین مرحله چرخه بحران است که موجب نابودی بخشی از نیروهای مولد و ورشکستگی بسیاری از مؤسسات و بنگاه‌های اقتصادی می‌شود. با گذر از مرحله بحران به کساد، سیر قهقرایی به پایان می‌رسد اما همچنان نرخ سود ناچیز، تولید صنعتی و تجارت محدود، قیمت‌ها و دستمزدها کم و بیکاری در سطح بالایی است. کاهش سطح هزینه‌ها و رقابت و مبارزه برای تسلط بر بازارها برای بنگاه‌ها انگیزه‌ای ایجاد می‌کند که دوباره دست به تولید زده و از کلیه‌ی شیوه‌های فنی برای نیل به این مقصود استفاده کند. در پی این امر، تقاضا برای کالای سرمایه‌ای افزایش می‌یابد و به این ترتیب، اقتصاد وارد مرحله سوم یعنی بهبود می‌شود. در این مرحله، بنگاه‌ها به تدریج سرمایه‌های ثابت خود را نوسازی می‌کنند، تجارت رونق می‌گیرد، تولید به سطح پیش از بحران می‌رسد، از بیکاری کاسته شده و نرخ سود، دستمزدها و قیمت‌ها افزایش پیدا می‌کنند و این روند تا آنجا ادامه می‌یابد که سطح تولید حتی از دوران قبل از بحران نیز افزایش بیشتری می‌یابد. این مرحله رونق است، دیگر باره تولید با سرعت بالایی افزایش می‌یابد اما مسئله کاهش نرخ سود سد راه استمرار رونق شده و جامعه به بحرانی دیگر مبتلا می‌شود.

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. پژوهش‌های پیشین مستند نمودند ویژگی‌های شرکت‌ها و ساختار بازار عوامل مؤثر بر سیاست‌های تقسیم سود سهام است. یکی دیگر از مسائل مرتبط با سیاست‌های تقسیم سود این است که آیا شرکت‌ها در طول بحران‌های مالی سیاست‌های سود سهام خود را تغییر می‌دهند (میلی و همکاران^۱، ۲۰۱۷). مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود (بیکر و پاول^۲، ۲۰۱۲). به علاوه، این سیاست در بازار سهام، محتوای اطلاعاتی دارد. هر سرمایه‌گذار با توجه به نوع سلیقه، سهام شرکتی را خریداری می‌کند که سیاست تقسیم سود آن را مطلوب می‌داند. میزان سود سهام پیشنهادی توسط هیئت مدیره به طور معمول حاوی اطلاعاتی در خصوص انتظارات مدیران در مورد سودآوری آینده شرکت است (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴).

از سوی دیگر، یکی از دلایل مهمی که ممکن است سبب تغییر در تصمیم‌های مدیریت در ارتباط با تقسیم سود شود، بحران‌های مالی است که اخیراً گریبان گیر شرکت‌های بسیاری شده و مشکلات زیادی را برای آنان فراهم آورده است. بحران مالی در واقع شکست مدیریت ریسک در بحث روابط تجاری است. مطالعات انجام‌شده در آمریکا توسط نهادهای مالی نشان داد که ویژگی‌های هیئت مدیره مرتبط با فرایند تصمیم‌گیری هیئت مدیره، اثر منفی بر تصمیمات مدیریت ریسک دارد یکی دیگر از مسائل مرتبط با سیاست تقسیم سود این است که آیا شرکت‌ها در طول بحران مالی سیاست‌های سود سهام خود را تغییر می‌دهند یا خیر. بحران‌های مالی، ریسک و بی‌اطمینانی افراد برون‌سازمانی را افزایش می‌دهد و همچنین منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش مشکلات نمایندگی می‌شود (موسوی شیری و همکاران، ۱۳۹۵). از این رو پژوهش حاضر با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی بحران‌های مالی انجام می‌شود.

1. Mili et al
2. Baker and Powell

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی است. هدف پژوهش کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. هم‌چنین پژوهش حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع پژوهش همبستگی است. در این پژوهش هدف، تعیین میزان رابطه متغیرهاست. برای این منظور بر حسب مقیاس‌های اندازه‌گیری متغیرها، شاخص‌های مناسبی اختیار می‌شود. پس از انتخاب نمونه و محاسبه متغیرهای اصلی پژوهش، به کمک رگرسیون چند متغیره و با استفاده از نرم‌افزارهای Excel و E.views به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شد. جامعه‌ی آماری این پژوهش کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۹۶-۱۳۹۱ می‌باشند. در پژوهش حاضر از روش حذفی سیستماتیک به منظور نمونه‌گیری استفاده شده است که شرکت‌های نمونه با توجه به شرایط و محدودیت‌های زیر انتخاب گردید.

برای انتخاب نمونه همگن، شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۹۱ سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گرفته باشد. شرکت‌های مورد بررسی تولیدی باشند؛ بر این اساس زیرگروه بانک‌ها، بیمه‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها، هلدینگ‌ها و مواردی از این قبیل به دلیل تفاوت در ماهیت عملکردی از جامعه آماری حذف شدند.

در این پژوهش، تعداد ۱۹۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طبق شرایط نمونه‌گیری انتخاب و در نهایت تعداد ۱۱۴۰ مشاهده شرکت-سال در تحلیل‌ها منظور شده‌اند.

مدل‌ها و روش اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

$$DP_{i,t} = \alpha + \beta_1 BRD_{SIZE_{i,t}} + \beta_2 BRD_{IND_{i,t}} + \beta_3 BRD_{MEET_{i,t}} + \beta_4 BRD_{LEAD_{i,t}} + \beta_5 AGE_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 ROE_{i,t} + \beta_9 TAX_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\begin{aligned}
 DP_{i,t} = & \alpha + \beta_1 CRISIS_{i,t} + \beta_2 BRD_SIZE_{i,t} + \beta_3 BRD_IND_{i,t} \\
 & + \beta_4 BRD_MEET_{i,t} + \beta_5 BRD_LEAD_{i,t} + \beta_6 BRD_SIZE_{i,t} \\
 & \times CRISIS_{i,t} + \beta_7 BRD_IND_{i,t} \times CRISIS_{i,t} \\
 & + \beta_8 BRD_MEET_{i,t} \times CRISIS_{i,t} + \beta_9 BRD_LEAD_{i,t} \\
 & \times CRISIS_{i,t} + \beta_{10} AGE_{i,t} + \beta_{11} SIZE_{i,t} + \beta_{12} LEV_{i,t} \\
 & + \beta_{13} ROE_{i,t} + \beta_{14} TAX_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

در این مدل ها i و t به ترتیب مربوط به شرکت و سال می‌باشد.

متغیر وابسته

$DP_{i,t}$: لگاریتم طبیعی نسبت سود نقدی تقسیم شده شرکت i در سال t به سود هر سهم؛

متغیرهای مستقل

برای اندازه گیری شاخص ویژگی‌های هیأت مدیره، از روش میلی و همکاران^۱ (۲۰۱۰) استفاده می‌شود.

$BRD_SIZE_{i,t}$: لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیأت مدیره

$BRD_IND_{i,t}$: نسبت اعضای غیر موظف به کل اعضای هیأت مدیره

$BRD_MEET_{i,t}$: لگاریتم طبیعی تعداد جلسات برگزار شده از سوی هیأت مدیره

$BRD_LEAD_{i,t}$: متغیر موهومی، مدیرعامل همزمان رئیس هیأت مدیره باشد، ۱ و

در غیر این صورت صفر منظور می‌گردد

متغیر تعدیل گر

$CRISIS_{i,t}$: شرکت‌هایی که سه سال متوالی زیان و سه سال متوالی خالص سرمایه در گردش منفی داشته باشند، دارای بحران مالی و از متغیر مجازی یک و در غیر این صورت صفر منظور می‌گردد.

متغیرهای کنترلی

$Size_{i,t}$: لگاریتم طبیعی فروش شرکت i در سال t؛

1. Donelson et al.

$LEV_{i,t}$: نسبت ارزش دفتری بدهی‌های شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت؛
 $TAX_{i,t}$: نسبت مالیات پرداختی به سود قبل از مالیات؛
 $ROE_{i,t}$: نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام؛
 $AGE_{i,t}$: لگاریتم طبیعی مدت زمان سپری شده از زمان تأسیس تا سال مورد نظر؛

آزمون فرضیه‌ها و یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول ۱. شاخص‌های گرایش مرکزی و پراکندگی متغیرهای مورد مطالعه پژوهش در نمونه آماری

شاخص آماری	سود	سیاست تقسیم سود	اندازه هیئت مدیره	هیت مدیره استقلال	تعداد جلسات هیئت مدیره	سن شرکت	اندازه شرکت	اهم مالی	صاحبان سهام	نوع بازده حقوق	مالیات
	DP	BSIZE	BIND	BMEET	AGE	SIZE	LEV	ROE	TAX		
میانگین	۰/۴۴۰۵۸۱	۱/۶۱۷۶۲۷	۰/۶۸۳۴۵۹	۳/۱۰۸۲۳۷	۲/۷۵۹۳۷۲	۲۷/۶۵۳۲۱	۰/۶۲۱۱۰۱	۰/۱۹۰۲۱۱	۰/۰۹۹۵۵۷		
میانه	۰/۱۶۹۳۰۰	۱/۶۰۹۴۳۸	۰/۶۰۰۰۰۰	۳/۲۱۸۸۷۶	۲/۷۷۲۵۸۹	۲۷/۵۶۹۷۳	۰/۱۰۸۵۲۰	۰/۲۳۰۱۱۵	۰/۰۹۵۰۰۰		
بیشترین	۳/۴۷۷۴۰۰	۲/۱۹۷۲۲۵	۱/۰۰۰۰۰۰	۳/۸۷۱۲۰۱	۴/۰۷۷۵۳۷	۳۳/۵۳۸۰۸	۰/۰۰۲۷۰۴	۹/۴۸۶۴۸۳	۰/۸۶۳۳۰۰		
کمترین	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۶۰۹۴۳۸	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۶۰۹۴۳۸	۱/۰۹۸۶۱۲	۲۲/۱۶۸۰۶	۰/۰۸۹۱۱۰	-۷۲/۶۹۵۶۲	-۰/۱۵۱۹۰۰		
انحراف معیار	۰/۶۵۴۹۶۶	۰/۰۵۳۱۰۹	۰/۲۰۳۲۵۹	۰/۶۰۱۲۱۸	۰/۴۸۸۶۹۴	۱/۵۸۵۷۲۳	۰/۲۷۱۰۲۵	۲/۲۶۸۳۷۹	۰/۰۹۶۴۳۷		
چولگی	۲/۰۱۸۶۵۲	۶/۵۳۱۸۱۲	-۰/۲۸۷۰۸۹	-۶۹/۷۵۵۵۱۰	-۲۱۰۰۵۷	۰/۴۹۷۹۵۸	۰/۳۴۲۵۹۰	-۲۹/۰۶۵۵۷۳	۰/۷۹۳۰۳۷		
کشدگی	۶/۵۲۰۵۰۷	۴۵/۸۲۰۷۱	۲/۶۸۴۴۹۴	۲/۵۶۲۰۳۴	۲/۹۲۳۷۷۸	۴/۴۱۰۲۹۳	۲۹/۴۷۴۷۰	۹۳۷/۲۸۰۱	۶/۰۹۵۱۱۲		
آماره جارکوبرا	۱۳۶۲/۹۵۵	۹۵۲۰۲/۸۹	۲۰/۳۸۸۱۴	۱۰۱/۵۶۰۹	۸/۶۵۹۴۸۵	۱۴۱/۵۸۶۸۸	۳۵۰۴۲/۴۸	۴۱۶۲۲۲۸۰	۵۷۴/۵۲۹۰		
احتمال آماره	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۱۳۱۷۱	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰		
تعداد مشاهده‌ها	۱۱۴۰	۱۱۴۰	۱۱۴۰	۱۱۴۰	۱۱۴۰	۱۱۴۰	۱۱۴۰	۱۱۴۰	۱۱۴۰		۱۱۴۰

تقسیم سود به‌طور میانگین $0/44$ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر، پیرامون این نقطه تمرکز یافته‌اند. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر تقسیم سود برابر $0/654$ است. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی^۱ می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و اگر ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود خواهد داشت. به‌عنوان مثال متغیر تقسیم سود با مقدار $2/0186$ ، چولگی به راست دارد. میزان کشیدگی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی^۲ گویند. اگر کشیدگی، حدود صفر باشد، منحنی فراوانی از نظر کشیدگی وضعیت متعادل و نرمالی خواهد داشت و اگر این مقدار، مثبت باشد، منحنی برجسته و اگر منفی باشد، منحنی پهن است. در بین متغیرهای پژوهش، مالکیت نهادی، کمترین مقدار کشیدگی را دارند که به منحنی نرمال نسبت به بقیه متغیرها نزدیک‌تر است.

تحلیل توصیفی متغیرهای اسمی

جدول ۲. توزیع مشاهده‌های متغیرهای اسمی بر حسب وضعیت متغیرهای موهومی

بحران مالی		رهبری هیأت مدیره		نام متغیرها
CRISIS		BLEAD		
درصد	تعداد	درصد	تعداد	مشاهده‌ها
۹۸/۳۳	۱۱۲۱	۶۰/۷۸	۸۹۶	مقدار صفر
۱/۶۷	۱۹	۲۱/۴۰	۲۴۴	مقدار یک
۱۰۰/۰۰	۱۱۴۰	۱۰۰/۰۰	۱۱۴۰	کل

متغیر مستقل رهبری هیأت مدیره و متغیر تعدیلگر بحران مالی دارای مقیاس سنجش اسمی دو وجهی هستند که شاخص‌های آماری این متغیرها در جدول شماره ۴-۱ ارائه شده است.

1. Skewness
2. Kurtosis

متغیر مستقل رهبری هیأت مدیره با دو وضعیت همزمانی مدیرعامل شرکت (مقدار یک) و رئیس هیأت مدیره و عدم همزمانی مدیرعامل شرکت و رئیس هیأت مدیره (مقدار صفر) مشخص شده است. طبق نتایج، تعداد ۸۹۶ مشاهده به صورت عدم همزمانی مدیرعامل شرکت و رئیس هیأت مدیره و ۲۴۴ مشاهده به صورت همزمانی مدیرعامل شرکت و رئیس هیأت مدیره است. بنابراین بیشتر مشاهده‌ها در شرکت‌های نمونه آماری دارای وضعیت عدم همزمانی مدیرعامل شرکت و رئیس هیأت مدیره است.

متغیر تعدیل گر بحران مالی با دو وضعیت دارای بحران مالی (مقدار یک) و بدون بحران مالی (مقدار صفر) مشخص شده است. بحران مالی بیانگر وجود زیان مالی در سه سال متوالی و سرمایه در گردش خالص منفی در سه سال متوالی است. طبق نتایج، تعداد ۱۹ مشاهده دارای بحران مالی و ۱۱۲۱ مشاهده بدون بحران مالی است. بنابراین بیشتر مشاهده‌ها در شرکت‌های نمونه آماری دارای وضعیت بدون بحران مالی است.

آمار استنباطی

در ابتدا برای اینکه بتوان از تحلیل رگرسیون استفاده کرد و به نتایج پژوهش باور داشت، بررسی فرضیه‌های اساسی رگرسیون شامل نرمال بودن باقیمانده‌ها، پایایی متغیرها، استقلال باقیمانده‌ها، عدم هم خطی بین متغیرهای مستقل، آزمون می‌شود.

الف) به منظور بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته^۱ استفاده شده است. این آزمون فرضیه وجود ریشه واحد در مقادیر سری را مورد آزمون قرار می‌دهد. با توجه به نتایج به دست آمده، سری‌های مورد مطالعه در سطح خطای پنج درصد مانا هستند؛ بنابراین رفتار مقادیر متغیرها، در طول زمان دستخوش تغییرات روند دار نخواهد شد.

ب) برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آماره درین-واتسون استفاده شده است. همان‌طور که در جداول نتایج نهایی آزمون مدل‌های مربوط به فرضیه‌های پژوهش مشخص است، با توجه به قرار گرفتن آماره مذکور در بازه مورد قبول (۱/۵ تا ۲/۵)، بنابراین استقلال باقیمانده‌های مدل رگرسیون مورد قبول است.

1. Augmented Dickey Foulter

ج) برای بررسی هم خطی (وجود ارتباط بین متغیرهای مستقل) از آماره عامل تورم واریانس^۱ استفاده شده است. نتایج آزمون نشان می‌دهد، مشکل هم خطی میان متغیرهای مستقل وجود ندارد.

با توجه به تأیید فرضیه‌های فوق، می‌توان به نتایج حاصل از مدل برازش شده اطمینان داشت.

آزمون پایایی متغیرهای تحقیق

یکی از مهم‌ترین داده‌های آماری در پژوهش، داده‌های سری زمانی است که باید مانا باشند. در صورت مانا نبودن داده‌های سری زمانی، امکان وقوع مشکل رگرسیون کاذب وجود دارد. جهت آزمون مانایی متغیرهای تحقیق از آزمون "لوین لین و چئو"^۲ استفاده و نتایج در جدول زیر ارائه شده است. بر اساس مقادیر آماره آزمون و احتمال آن‌ها که کمتر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد، متغیرهای مورد بررسی تحقیق همگی در سطح پایا هستند. در نتیجه، مشکل ریشه کاذب در متغیرها وجود ندارد.

جدول ۳. نتایج آزمون مانایی متغیرهای دارای مقیاس سنجش نسبتی در پژوهش

متغیرهای تحقیق	لوین لین و چئو		متغیرهای تحقیق		آماره	احتمال خطا	
	آماره	احتمال خطا					
سیاست تقسیم سود	DP	-۶۰/۷۲۶۳	۰۰۰۰/۰	سن شرکت	AGE	-۷۴/۷۸۱۶	۰/۰۰۰۰
اندازه هیأت مدیره	BSIZE	-۲/۵۰۷۴۳	۰/۰۰۰۶۱	اندازه شرکت	SIZE	-۴۷۳۸/۳۶	۰/۰۰۰۰
استقلال هیأت مدیره	BIND	-۷/۸۷۱۶۴	۰/۰۰۰۰	اهرم مالی	LEV	-۳۰۱۸/۱۴	۰۰۰۰/۰
تعداد جلسات هیأت مدیره	BMEET	-۴۲/۲۷۶۹	۰/۰۰۰۰	نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۹۶۱۶/۳۳	۰۰۰۰/۰

1. Variance Inflation Factor
2. Levin, Lin & Chu

۰/۰۰۰۰	-۳۳۰۶/۴۱	TAX	مالیات				
--------	----------	-----	--------	--	--	--	--

آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اول پژوهش

ویژگی‌های هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.

در این مدل تأثیر چهار ویژگی هیأت مدیره: اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، تعداد جلسات هیأت مدیره و رهبری هیأت مدیره در کنار پنج متغیر کنترلی: سن شرکت، اندازه شرکت، اهرم مالی، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و مالیات بر متغیر وابسته سیاست تقسیم سود بررسی شده است.

در تحلیل رگرسیون ترکیبی جهت انتخاب مدل مناسب، وضعیت مدل از منظر ترکیب‌پذیری و در صورت تأیید آن از منظر اثرپذیری، با استفاده از آزمون چاو و هاسمن ارزیابی می‌شود. نتایج این آزمون‌ها در جدول ۴-۵ ارائه شده است. با توجه به آماره اف لیمر (۲/۳۴۳) و احتمال آن (۰/۰۰۰۱) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، استفاده از روش رگرسیون داده‌های ترکیبی (پانل) مناسب بوده و با توجه به نتایج آزمون هاسمن که آماره کای دو آن (۳۰/۱۰۲) بزرگتر از مقدار بحرانی و احتمال آن (۰/۰۰۰۱) که کوچکتر از سطح خطای ۵ درصد است، اثرات ثابت انتخاب شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون لیمر و هاسمن برای انتخاب مدل مناسب در مدل اول پژوهش

آزمون	نوع	آماره آزمون	مقدار آماره	درجه آزاده	احتمال
چاو	ترکیب‌پذیری (پنل یا پولد)	اف لیمر	۲/۳۴۳۹۴۹	(۱۸۹/۹۴۱)	۰/۰۰۰۰
هاسمن	اثرپذیری (ثابت یا تصادفی)	کای دو	۳۰/۱۰۲۶۱۳	۹	۰/۰۰۰۴

با مشخص شدن روش مناسب جهت اجرای مدل، نتایج نهایی آزمون مدل رگرسیونی مدل اول در جدول شماره ۶-۴ ارائه شده است. بر اساس آماره فیشر مدل (۱۴/۶۴۵) و احتمال آن (۰/۰۰۰۱) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، رابطه خطی معنی‌داری بین متغیرهای توضیحی

با متغیر وابسته تایید شده است. آماره درین-واتسون مدل (۲/۱۰۴) در محدوده نزدیک به مقدار ۲ قرار دارد و این موضوع تأییدی بر استقلال باقیمانده‌های مدل است و بین باقیمانده‌های مدل مشکل خود همبستگی وجود ندارد. ضریب تعیین (۰/۷۵۴) و ضریب تعیین تعدیل شده مدل (۰/۷۰۳) نشان دهنده این است که توان توضیحی دهندگی متغیرهای مستقل و کنترلی در بیان تغییرات متغیر وابسته مدل، عمده است. با توجه نتایج مدل، روابط بدست آمده قابل استناد بوده و می توان تحلیل و تفسیر درستی از مدل انجام داد.

جدول ۵. نتایج تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته (مدل اول پژوهش)

شرح مدل: رگرسیون ترکیبی با اثرات ثابت به روش حداقل مربعات وزنی					
شرح مشاهده‌ها: ۱۱۴۰ شرکت-سال شامل مقاطع ۱۹۰ شرکت و دوره‌ها ۶ سال از ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال آماره	نتیجه آزمون
C	۵۳۱۰۶۸/۰	۰/۰۴۰۴۵۳	۱۳/۱۲۸۰۳	۰/۰۰۰۰	معنادار
BSIZE	۰۱۷۸۱۲/۰	۰/۰۳۳۲۶۰	۰/۵۳۵۵۴۹	۰/۵۹۲۴	بی معنی
BIND	۰/۰۲۵۳۴۴	۰/۰۱۴۰۴۳	۱/۸۰۴۷۴۸	۰/۰۷۱۴	معنادار (سطح ۰/۹۰)
BMEET	۰/۰۰۴۲۷۳	۰/۰۰۱۴۲۴	۳/۰۰۱۰۲۷	۰/۰۰۲۸	معنادار- مثبت
BLEAD	۰/۰۴۴۷۱۵	۰/۰۰۸۹۳۷	۵/۰۰۳۲۹۷	۰/۰۰۰۰	معنادار- مثبت
AGE	۰/۰۲۱۹۹۱	۰/۰۰۴۳۱۱	۵/۱۰۰۴۹۳	۰/۰۰۰۰	معنادار- مثبت
SIZE	-۰/۰۰۷۷۹۷	۰/۰۰۲۳۷۶	-۳/۲۸۲۰۰۴	۰/۰۰۱۱	معنادار- منفی
LEV	-۰/۰۵۸۹۶۴	۰/۰۱۳۶۸۴	-۴/۳۰۸۹۳۹	۰/۰۰۰۰	معنادار- منفی
ROE	۰/۰۰۱۷۰۲	۰/۰۰۰۸۳۵	۲/۰۳۸۰۴۴	۰/۰۴۱۸	معنادار- مثبت
TAX	۰/۳۱۸۹۲۹	۰/۰۷۰۳۱۲	۴/۵۳۵۹۲۳	۰/۰۰۰۰	معنادار- مثبت
مشخصات مدل‌های رگرسیونی برازش شده	ضریب تعیین		۰/۷۵۴۹۹۷		
	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۰۳۴۴۵		
	آماره فیشر		۱۴/۶۴۵۳۱		
	احتمال آماره فیشر		۰/۰۰۰۰۰۰		
	آماره درین-واتسون		۲/۱۰۴۴۴۷		

طبق نتایج ضرایب جزئی، با توجه به آماره تی محاسبه شده برای اندازه هیأت مدیره (۰/۵۳۵۵) و احتمال آماره تی آن (۰/۵۹۲۴) که بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است، تاثیر اندازه هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود به صورت معنی دار نیست. آماره تی محاسبه شده برای استقلال هیأت مدیره (۱/۸۰۴۷) و احتمال آماره تی آن (۰/۰۷۱۴) که بیشتر از سطح خطای ۵ درصد و کوچکتر از سطح خطای ۱۰ درصد است، تاثیر استقلال هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در سطح ۹۰٪ اطمینان به صورت مثبت و معنی دار است. آماره تی محاسبه شده برای تعداد جلسات هیأت مدیره (۳/۰۱۰۱) و احتمال آماره تی آن (۰/۰۰۲۸) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، تاثیر تعداد جلسات هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در سطح ۹۹٪ اطمینان به صورت مثبت و معنی دار است. آماره تی محاسبه شده برای رهبری هیأت مدیره (۵/۰۰۳۲) و احتمال آماره تی آن (۰/۰۰۰۱) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، تاثیر رهبری هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در سطح ۹۹٪ اطمینان به صورت مثبت و معنی دار است.

بنابراین از میان ویژگی های هیأت مدیره، سه ویژگی استقلال هیأت مدیره، تعداد جلسات هیأت مدیره و رهبری هیأت مدیره بر افزایش سیاست تقسیم سود تاثیر معناداری دارد، در حالیکه ویژگی اندازه هیأت مدیره تاثیری بر کاهش یا افزایش سیاست تقسیم سود ندارد.

آماره تی و احتمال آماره تی محاسبه شده برای سن شرکت (۵/۱۰۰۴ و ۰/۰۰۰۱)، اندازه شرکت (۳/۲۸۲۰ و ۰/۰۰۰۱)، اهرم مالی (۴/۳۰۸۹- و ۰/۰۰۰۱)، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (۲/۰۳۸۰ و ۰/۰۴۱۸) و مالیات (۴/۵۳۵۹ و ۰/۰۰۰۱) است که به صورت معنادار تاثیر آنها بر سیاست تقسیم سود تایید شده است و تاثیر اندازه شرکت و اهرم مالی به صورت منفی و تاثیر سن شرکت، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و مالیات به صورت مثبت است.

براساس نتایج استخراج شده از این مدل به فرضیه ها و نتایج فرضیه های مرتبط با این مدل اشاره می گردد:

(۱) فرضیه اول پژوهش: ویژگی های هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری

دارد.

براساس نتایج فرضیه های فرعی، بخشی از این فرضیه اصلی تایید شده است.

فرضیه ۱-۱: اندازه هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.

طبق نتایج مرتبط با این فرضیه، اندازه هیأت مدیره تأثیر معناداری بر تقسیم سود ندارد. بنابراین این فرضیه پژوهش رد شده است. چرا که می‌توان گفت با توجه به اینکه اغلب شرکتها دارای هیأت مدیره به تعداد ۵ نفر می‌باشند، لذا این امر موجب گردیده که فرضیه مربوطه معنادار نباشد.

فرضیه ۲-۱: استقلال هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.

طبق نتایج مرتبط با این فرضیه، استقلال هیأت مدیره در سطح ۹۰٪ اطمینان تأثیر معنادار و مثبتی بر تقسیم سود دارد. بنابراین این فرضیه پژوهش تایید شده است. این نتیجه حاکی است که هر چه نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیأت مدیره شرکت افزایش یابد، تقسیم سود آن شرکت نیز افزایش می‌یابد.

فرضیه ۳-۱: تعداد جلسات هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.

طبق نتایج مرتبط با این فرضیه، جلسات هیأت مدیره در سطح ۹۹٪ اطمینان تأثیر معنادار و مثبتی بر تقسیم سود دارد. بنابراین این فرضیه پژوهش تایید شده است. این نتیجه حاکی است که هر چه تعداد جلسات هیأت مدیره شرکت افزایش یابد، تقسیم سود آن شرکت نیز افزایش می‌یابد.

فرضیه ۴-۱: رهبری هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.

طبق نتایج مرتبط با این فرضیه، رهبری هیأت مدیره در سطح ۹۹٪ اطمینان تأثیر معنادار و مثبتی بر تقسیم سود دارد. بنابراین این فرضیه پژوهش تایید شده است. این نتیجه حاکی است که اگر مدیرعامل شرکت، همزمان رئیس هیأت مدیره باشد، تقسیم سود آن شرکت افزایش می‌یابد.

فرضیه دوم پژوهش: بحران‌های مالی بر رابطه ویژگی‌های هیأت مدیره و سیاست تقسیم

سود اثر معناداری دارد.

در این مدل تأثیر بحران مالی و تعامل آن با ویژگی‌های هیأت مدیره در کنار پنج متغیر کنترلی: سن شرکت، اندازه شرکت، اهرم مالی، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و مالیات بر متغیر وابسته سیاست تقسیم سود بررسی شده است. این مدل به صورت پانل و با اثرات ثابت بررسی شده است. نتایج آزمون چاو و هاسمن در جدول بالا ارایه شده است. با توجه به آماره اف لیمر (۲/۳۴۵) و احتمال آن (۰/۰۰۰۱) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، استفاده از روش رگرسیون داده-های ترکیبی (پانل) مناسب بوده و با توجه به نتایج آزمون هاسمن که آماره کای دو آن (۳۱/۸۶۷)

بزرگتر از مقدار بحرانی و احتمال آن (۰/۰۰۴۲) که کوچکتر از سطح خطای ۵ درصد است، اثرات ثابت انتخاب شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون لیمر و هاسمن برای انتخاب مدل مناسب

آزمون	نوع	آماره آزمون	مقدار آماره	درجه آزاده	احتمال
چاو	ترکیب پذیری (پنل یا پولد)	اف لیمر	۲/۳۴۵۱۴۸	(۹۳۶/۱۸۹)	۰/۰۰۰۰
هاسمن	اثرپذیری (ثابت یا تصادفی)	کای دو	۳۱/۸۶۷۸۳۱	۱۴	۰/۰۰۴۲

با مشخص شدن روش مناسب جهت اجرای مدل، نتایج نهایی آزمون مدل رگرسیونی مدل چهارم در جدول شماره ۱۲-۴ ارائه شده است. بر اساس آماره فیشر مدل (۱۴/۳۶۹) و احتمال آن (۰/۰۰۰۱) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، رابطه خطی معنی داری بین متغیرهای توضیحی با متغیر وابسته تایید شده است. آماره درین-واتسون مدل (۲/۱۱۵) در محدوده نزدیک به مقدار ۲ قرار دارد و این موضوع تأییدی بر استقلال باقیمانده‌های مدل است و بین باقیمانده‌های مدل مشکل خود همبستگی وجود ندارد. ضریب تعیین (۰/۷۵۷) و ضریب تعیین تعدیل شده مدل (۰/۷۰۴) نشان دهنده این است که توان توضیحی دهندگی متغیرهای مستقل و کنترلی در بیان تغییرات متغیر وابسته مدل، عمده است. با توجه نتایج مدل، روابط بدست آمده قابل استناد بوده و می توان تحلیل و تفسیر درستی از مدل انجام داد.

جدول ۷. نتایج تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته

شرح مدل: رگرسیون ترکیبی با اثرات ثابت به روش حداقل مربعات وزنی					
شرح مشاهده‌ها: ۱۱۴۰ شرکت-سال شامل مقاطع ۱۹۰ شرکت و دوره‌ها ۶ سال از ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال آماره	نتیجه آزمون
C	۰/۵۴۴۳۶۱	۰/۰۴۳۲۱۰	۱۲/۵۹۸۰۲	۰/۰۰۰۰	معنادار
CRISIS	۲/۸۳۹۶۳۲	۱/۶۲۲۹۷۴	۱/۷۴۹۶۴۷	۰/۰۸۰۵	بی معنی
BSIZE	۰/۰۳۶۷۱۱	۰/۰۳۰۰۴۰	۱/۲۲۲۰۸۰	۰/۲۲۲۰	بی معنی
BIND	۰/۰۲۹۳۲۵	۰/۰۱۴۹۴۸	۱/۹۶۱۸۵۰	۰/۰۵۰۱	معنادار

شرح مدل: رگرسیون ترکیبی با اثرات ثابت به روش حداقل مربعات وزنی شرح مشاهده‌ها: ۱۱۴۰ شرکت-سال شامل مقاطع ۱۹۰ شرکت و دوره‌ها ۶ سال از ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال آماره	نتیجه آزمون
BMEET	۰/۰۰۴۱۷۷	۰/۰۰۱۵۹۰	۲/۶۲۷۲۹۸	۰/۰۰۸۷	معنادار- مثبت
BLEAD	۰/۰۵۳۱۲۰	۰/۰۱۰۹۸۲	۴/۸۳۷۰۷۲	۰/۰۰۰۰	معنادار- مثبت
CRISIS*BSIZE	-۱/۷۴۵۴۲۰	۱/۰۲۰۱۴۳	-۱/۷۱۰۹۵۶	۰/۰۸۷۴	بی معنی
CRISIS*BIND	-۰/۱۹۸۹۸۸	۰/۰۶۹۲۸۴	-۲/۸۷۲۰۴۷	۰/۰۰۴۲	معنادار- منفی
CRISIS*BMEET	۰/۰۲۲۷۸۷	۰/۰۰۷۷۶۹	۲/۹۳۳۰۹۱	۰/۰۰۳۴	معنادار- مثبت
CRISIS*BLEAD	-۰/۰۹۶۳۶۴	۰/۰۲۰۵۹۹	-۴/۶۷۸۱۱۷	۰/۰۰۰۰	معنادار- منفی
AGE	۰/۰۲۷۸۵۲	۰/۰۰۵۶۳۱	۴/۹۴۶۴۷۴	۰/۰۰۰۰	معنادار- مثبت
SIZE	-۰/۰۰۹۸۶۱	۰/۰۰۲۸۴۶	-۳/۴۶۴۷۶۹	۰/۰۰۰۶	معنا دار- منفی
LEV	-۰/۰۶۷۹۴۸	۰/۰۱۳۳۱۱	-۵/۱۰۴۷۶۳	۰/۰۰۰۰	معنا دار- منفی
ROE	۰/۰۰۲۳۸۸	۰/۰۰۰۹۰۴	۲/۶۴۱۱۵۶	۰/۰۰۸۴	معنادار- مثبت
TAX	۰/۳۱۲۱۶۳	۰/۰۶۷۵۲۱	۴/۶۲۳۱۷۲	۰/۰۰۰۰	معنادار- مثبت
مشخصات مدل‌های رگرسیونی برازش شده	ضریب تعیین		۰/۷۵۷۰۷۵		
	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۰۴۳۸۹		
	آماره فیشر		۱۴/۳۶۹۶۵		
	احتمال آماره فیشر		۰/۰۰۰۰۰۰		
	آماره درین- واتسون		۲/۱۱۵۸۲۵		

طبق نتایج ضرایب جزئی، با توجه به آماره تی محاسبه شده برای بحران مالی (۱/۷۴۹) و احتمال آماره تی آن (۰/۰۸۰۵) که بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است، تأثیر بحران مالی بر سیاست تقسیم معنادار نیست. آماره تی محاسبه شده برای اندازه هیأت مدیره (۱/۲۲۲) و احتمال آماره تی آن (۰/۲۲۲۰) که بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است، تأثیر اندازه هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود به صورت معنی دار نیست. آماره تی محاسبه شده برای استقلال هیأت مدیره (۱/۹۶۱۸) و احتمال آماره تی آن (۰/۰۵۰۱) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، تأثیر استقلال هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود به صورت مثبت و معنی دار است. آماره تی محاسبه

شده برای تعداد جلسات هیأت‌مدیره (۲/۶۲۷۲) و احتمال آماره تی آن (۰/۰۰۸۷) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، تاثیر تعداد جلسات هیأت‌مدیره بر سیاست تقسیم سود در سطح ۹۹٪ اطمینان به صورت مثبت و معنی‌دار است. آماره تی محاسبه شده برای رهبری هیأت‌مدیره (۴/۸۳۷۰) و احتمال آماره تی آن (۰/۰۰۰۰۱) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، تاثیر رهبری هیأت‌مدیره بر سیاست تقسیم سود در سطح ۹۹٪ اطمینان به صورت مثبت و معنی‌دار است. با توجه به آماره تی محاسبه شده برای تعامل بحران مالی و اندازه هیأت‌مدیره (۱/۷۱۰۹-) و احتمال آماره تی آن (۰/۰۸۷۴) که بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است، بحران مالی تأثیر معناداری بر رابطه بین اندازه هیأت‌مدیره و تقسیم سود ندارد. آماره تی محاسبه شده برای تعامل بحران مالی و استقلال هیأت‌مدیره (۲/۸۷۲۰-) و احتمال آماره تی آن (۰/۰۰۴۲) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، بحران مالی تأثیر معنادار و منفی بر رابطه بین استقلال هیأت‌مدیره و تقسیم سود دارد. آماره تی محاسبه شده برای تعامل بحران مالی و تعداد جلسات هیأت‌مدیره (۲/۹۳۳۰) و احتمال آماره تی آن (۰/۰۰۳۴) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، بحران مالی تأثیر معنادار و مثبتی بر رابطه بین جلسات هیأت‌مدیره و تقسیم سود دارد. آماره تی محاسبه شده برای تعامل بحران مالی و رهبری هیأت‌مدیره (۴/۶۷۸۱-) و احتمال آماره تی آن (۰/۰۰۰۱) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، بحران مالی تأثیر معنادار و منفی بر رابطه بین رهبری هیأت‌مدیره و تقسیم سود دارد.

بنابراین از میان ویژگی‌های هیأت‌مدیره، بحران مالی تأثیر معناداری بر رابطه بین سه ویژگی استقلال هیأت‌مدیره، تعداد جلسات هیأت‌مدیره و رهبری هیأت‌مدیره و سیاست تقسیم سود دارد، در حالیکه تأثیری بر رابطه بین ویژگی اندازه هیأت‌مدیره و سیاست تقسیم سود ندارد. آماره تی و احتمال آماره تی محاسبه شده برای سن شرکت (۴/۹۴۶۴ و ۰/۰۰۰۱)، اندازه شرکت (۳/۴۶۴۷- و ۰/۰۰۰۶)، اهرم مالی (۵/۱۰۴۷- و ۰/۰۰۰۱)، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (۲/۶۴۱۱ و ۰/۰۰۸۴) و مالیات (۴/۶۲۳۱ و ۰/۰۰۰۱) است که به صورت معنادار تأثیر آنها بر سیاست تقسیم سود تأیید شده است و تأثیر اندازه شرکت و اهرم مالی به صورت منفی و تأثیر سن شرکت، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و مالیات به صورت مثبت است.

براساس نتایج استخراج شده از این مدل به فرضیه‌ها و نتایج فرضیه‌های مرتبط با این مدل اشاره می‌گردد:

فرضیه دوم پژوهش: بحران‌های مالی بر رابطه ویژگی‌های هیأت مدیره و سیاست تقسیم سود اثر معناداری دارد.

براساس نتایج فرضیه‌های فرعی، بخشی از این فرضیه اصلی تایید شده است.

فرضیه ۱-۲: بحران‌های مالی بر رابطه میان اندازه هیأت مدیره و سیاست تقسیم سود اثر معناداری دارد.

طبق نتایج مرتبط با این فرضیه، بحران مالی تأثیر معناداری بر رابطه بین اندازه هیأت مدیره و تقسیم سود ندارد. بنابراین این فرضیه پژوهش رد شده است.

فرضیه ۲-۲: بحران‌های مالی بر رابطه میان استقلال هیأت مدیره و سیاست تقسیم سود اثر معناداری دارد.

طبق نتایج مرتبط با این فرضیه، بحران مالی تأثیر معنادار و منفی بر رابطه بین استقلال هیأت مدیره و تقسیم سود دارد. بنابراین این فرضیه پژوهش تایید شده است.

فرضیه ۳-۲: بحران‌های مالی بر رابطه میان تعداد جلسات هیأت مدیره و سیاست تقسیم سود اثر معناداری دارد.

طبق نتایج مرتبط با این فرضیه، بحران مالی تأثیر معنادار و مثبتی بر رابطه بین جلسات هیأت مدیره و تقسیم سود دارد. بنابراین این فرضیه پژوهش تایید شده است.

فرضیه ۴-۲: بحران‌های مالی بر رابطه میان رهبری هیأت مدیره و سیاست تقسیم سود اثر معناداری دارد.

طبق نتایج مرتبط با این فرضیه، بحران مالی تأثیر معنادار و منفی بر رابطه بین رهبری هیأت مدیره و تقسیم سود دارد. بنابراین این فرضیه پژوهش تایید شده است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

با توجه به نتایج بدست آمده پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران و علاقمندان به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در مطالعات خود به ویژگی‌های هیأت مدیره شرکت‌ها توجه نمایند و اگر

به دنبال کسب سود از طریق سرمایه‌گذاری بلند مدت هستند می‌توانند شرکت‌هایی را که دارای رهبری هیأت مدیره، تعداد جلسات و استقلال بالاتری دارند، را در اولویت قرار دهند . به طور کلی یافته‌های پژوهش نشان داد که بحران‌های مالی اثر قابل توجهی بر تمامی روابط خواهد گذاشت، از این رو پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران و علاقمندان به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در مطالعات خود به این مسئله توجه ویژه‌ای بنمایند.

فهرست منابع

- جهانخانی، علی و قربانی، سعید، (۱۳۸۴). شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌ات مالی. شماره ۲۰. ص. ۴۸-۲۷.
- حسن زاده، علی و مهران کیانوند، (۱۳۸۸). «بحران مالی جهانی، بازار جهانی نفت و استراتژیک اوپک»، تازه‌های اقتصاد، دوره جدید، سال هفتم، شماره ۱۲۶.
- موسوی شیر، س. م؛ پیشوایی، ف. خلعتبری، ح. (۱۳۹۵). ارزیابی مدیریت سود در سطوح مختلف محافظه کاری و سرمایه‌گذاران نهادی با استفاده از قانون بنفورد. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۳ (۲۳) ۲۳۴۲-۲۱۳.
- نوروش، ایرج؛ ابراهیمی کردلر، علی و وافثانی، جال. (۱۳۸۸). بررسی رابطه‌ی سازوکارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایاننامه کارشناسی ارشد حسابداری. دانشگاه تهران.
- Abdul Rahman, R., & Haneem Mohamed Ali, F. (2006). Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 21(7), 783-804.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(3), 377-397.
- Baker, H. K., & Powell, G. (2009). *Understanding financial management: A practical guide*. John Wiley & Sons.
- Beekes, W., Pope, P. and Young, S. (2004). The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, pp. 47-59.
- Coles, J.W., McWilliams, V.B., and Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27: 23-50.
- Dalton, C. M. and Dalton, D. R. (2005), *Boards of Directors: Utilizing Evidence in Developing Practical Prescriptions*. *British Empirical Journal of Management*.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1990). Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms. *The Journal of Finance*, 45(5), 1415-1431.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*. Vol. 88, No. 2, pp. 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*, 118(2), 299-316.
- Gillan, S. L., Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Industries, investment opportunities, and corporate governance structures. Unpublished working paper.
- Harada, K, and Nguyen, P. (2006). Ownership Concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan. Working paper. [Online]. www.ssrn.com.

- Mehdi, M., Sahut, J. M., & Teulon, F. (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis?. *Journal of applied accounting research*, 18(3), 274-297.
- Vafeas, N, (1999), Board meeting frequency and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 53: 113-142.
- Wan Mahmood & Wan, Mansor (2009). Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies. Retrieved from <http://www.ssrn.com>.
- Zahra, Shaker A. and Pearce, John A. (1989). "Boards of directors and corporate financial performance.

