

## بررسی تاثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سیدجلال صادقی شریف<sup>۱\*</sup>، حجت بهادری

۱. استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی تهران، ایران  
۲. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی تهران، ایران

(تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۸/۴/۶، تاریخ تصویب: ۱۳۸۸/۸/۱۲)

### چکیده

تحقیق حاضر اولین تحقیق است که در حوزه مبحث رابطه بین ساختار مالکیتی و نسبت پرداخت سود شرکت در ایران قرار دارد. هدف از این تحقیق بررسی تاثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش ما به دنبال پاسخ این سوال هستیم که اگر ساختار مالکیتی یا همان ترکیب سهامداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان متغیری مستقل در نظر گرفته شود، چه تاثیری روی نسبت پرداخت سود سهام این شرکت‌ها خواهد داشت. جامعه آماری تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۱ هجری شمسی تا پایان سال ۱۳۸۷ می‌باشد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که میزان مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار و هم‌چنین میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگ‌تر بر روی نسبت پرداخت سود شرکت تاثیر مثبت دارد. یعنی شرکت‌هایی که بیشتر مالکیت آنها در اختیار یک سهامدار است و یا این که بیشتر مالکیت در اختیار ۵ سهامدار بزرگ‌تر آن است نسبت به شرکت‌هایی که مالکیت آنها پراکنده‌گی بیشتری دارد، نسبت پرداخت سود بیشتری دارند و تمرکز در مالکیت باعث افزایش نسبت پرداخت سود شرکت می‌شود. تاثیر نهادی بودن سهامداران بر نسبت پرداخت سود شرکت تایید گردید. یعنی هر چه مالکیت سهامداران نهادی در یک شرکت بیشتر باشد باعث می‌شود که نسبت پرداخت سود آن در طی زمان افزایش یابد. از طرف دیگر با توجه به تایید فرضیه چهارم، هر چه مالکیت سهامداران حقیقی در یک شرکت بیشتر باشد باعث می‌شود که نسبت پرداخت سود آن کاهش یابد.

واژه‌های کلیدی: ترکیب سهامداران، ساختار مالکیت، بازده، نسبت پرداخت سود

### مقدمه

موضوع سیاست تقسیم سود و به دنبال آن نسبت پرداخت سود همواره به عنوان یکی از بحث برانگیزترین مباحث مالی مطرح بوده به طوری که علاقه اقتصاددانان قرن حاضر و بیش از پنج دهه اخیر را به خود معطوف کرده و موضوع الگوهای نظری جامع و بررسی‌های تجربی بوده است. شماری از الگوهای نظری متناقض که همگی فاقد پشتوانه قوی تجربی هستند، تلاش‌های جاری برای توضیح رفتار تقسیم سود شرکت سهامی می‌باشند. شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود، یکی از اصلی‌ترین دغدغه‌های ذی‌نفعان بنگاه‌های اقتصادی است. آگاهی از این عوامل ضمن آنکه تصویر روشنی از توان توزیع نقدینگی شرکت‌ها ارائه می‌دهد، امکان برآورد رفتار آتی آنها را نیز فراهم می‌سازد. 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. هدف سرمایه‌گذاران جزء از سرمایه‌گذاری بیشتر دریافت سود نقدی است و مایل هستند که بازده سهام خود را به شکل سود نقدی دریافت نمایند از طرف دیگر سهامداران عمده مایل هستند که سود در شرکت نگهداری و صرف توسعه گردد و در نتیجه قیمت سهام شرکت از این طریق افزایش یابد. البته این رابطه همیشه به این صورت نبوده و در مواردی مشاهده شده است که سهامداران عمده و بزرگ شرکت نیز خواهان پرداخت سود بیشتری بوده‌اند. به این خاطر بر آن شدیم تا پی ببریم که وجود سهامداران حقوقی و حقیقی در یک شرکت چه تاثیری می‌تواند بر سود تقسیمی آن شرکت داشته باشد.

### پیشینه تحقیق

تاکنون تحقیقات زیادی پیرامون رابطه بین ساختار مالکیت و تاثیر آن بر بازدهی، عملکرد شرکت، سودآوری و نسبت پرداخت سود انجام شده است. در این میان رابطه بین ساختار مالکیت و تاثیر آن بر نسبت پرداخت سود موضوعی مهم و مستمر در متون مدیریت مالی و تحقیقات دانشگاهی است. محمد آمیدو و جوشا آبور عوامل موثر بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های غنا را بررسی کردند. تجزیه و تحلیل آنها با استفاده از صورت‌های مالی شرکت‌های ثبت شده در بورس اوراق بهادار غنا در یک دوره ۶ ساله (از سال ۱۹۹۸ تا سال ۲۰۰۳) انجام گرفت. در این تحقیق از روش حداقل مربعات جهت تخمین معادله رگرسیون

استفاده شد. آنها از مالکیت نهادی به عنوان معیار هزینه نمایندگی و از رشد فروش و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به عنوان معیاری جهت فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده کردند. متغیر وابسته در این تحقیق نسبت پرداخت سود بود که از تقسیم سود تقسیمی هر سهم بر سود هر سهم به دست می‌آمد. در این تحقیق دو فرضیه بررسی شد: سودآوری، جریان نقدی و مالکیت نهادی با نسبت پرداخت سود رابطه‌ای مثبت دارند در حالی که انتظار بر این است که ریسک، مالیات، رشد و نسبت ارزش بازار به ارزش اسمی با نسبت پرداخت سود رابطه‌ای منفی دارند. نتایج نشان داد که رابطه مثبتی بین نسبت پرداخت سود با سودآوری، جریان نقدی و مالیات وجود دارد. همچنین بین نسبت پرداخت سود با ریسک، مالکیت سهامداران نهادی، رشد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه منفی وجود دارد. اومنیا عبدالسلام، احمد المصری و صبری السجینی با استفاده از اطلاعات مربوط به ۵۰ شرکت مصری در فاصله سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۵ اثر ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت را بر سیاست‌های پرداخت سود با استفاده از روش رگرسیون، بررسی کردند. در تحقیق ایشان برای ساختار مالکیت از چهار متغیر استفاده شد: نسبت مالکیت مدیریتی، نسبت مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار، نسبت مالکیت سهامداران نهادی و نسبت سهام شناور آزاد. نتایج کار آنها نشان داد که رابطه مثبت و معنی‌داری بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت با تصمیمات و نسبت پرداخت سود تقسیمی وجود دارد. نتایج همچنین نشان داد که شرکت‌های با بازده سهام بالا و مالکیت نهادی بزرگ‌تر، سود بیشتری تقسیم می‌کنند. هیچ رابطه معنی‌داری بین ترکیب هیئت مدیره با سیاست تقسیم سود و نسبت تقسیم سود یافت نشد [۱۹]. جایش کومار رابطه ممکن بین ساختار مالکیت، حاکمیت شرکت و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را مورد بررسی قرار داد. مقاله وی نشان داد که هیچ رابطه بالقوه‌ای بین ساختار و حاکمیت شرکت وجود ندارد. ایشان مدل‌های تقسیم سود را در هند، ترسیم کرد و همچنین رفتار پرداخت از طریق تقسیم سود و رابطه اش با ساختار مالکیت را با استفاده از نسبت پرداخت سود و ساختار مالکیت مشروح بیش از ۲۰۰۰ شرکت هندی در دوره زمانی ۲۰۰۰-۱۹۹۴، مورد آزمون قرار داد. متغیرهای این تحقیق شامل نسبت پرداخت سود، مالکیت مدیریتی، مالکیت سهامداران نهادی، مالکیت سهامداران خارجی و مالکیت شرکتی بودند و متغیرهای کنترلی نیز شامل نرخ رشد سود، نسبت بدهی و نرخ رشد فروش بودند. در این تحقیق از نرخ رشد سود تقسیمی به عنوان

متغیر وابسته استفاده شد. او به این نتیجه رسید که ساختار مالکیتی یکی از مهم‌ترین عوامل موثر بر سیاست‌های تقسیم سود می‌باشد؛ هرچند که این تاثیر در سطوح و انواع مختلف از مالکان شرکت، متفاوت می‌باشد و این که ساختار مالکیتی به صورت یکنواختی بر پرداخت سود تاثیر نمی‌گذارد. او همچنین شواهدی دال بر وابستگی سود تقسیمی به سود تقسیمی گذشته پیدا کرد. رابطه بین تقسیم سود با روند سود، نسبت بدهی، و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مثبت بود. در حالی که این رابطه برای سود تقسیمی و مالکیت نهادی منفی شد. هم‌چنین شواهدی مبنی بر وجود رابطه بین مالکیت خارجی و سود تقسیمی یافت نشد [۱۲]. کیمی هارادا و پاسکال گوئین تاثیر ساختار مالکیتی را بر روی سیاست تقسیم سود شرکت‌های ژاپنی بررسی کردند. هدف آنها این بود که سیاست تقسیم سود شرکت‌های ژاپنی را از دیدگاه نظریه نمایندگی بررسی کنند. نمونه مورد بررسی آنها شامل شرکت‌های درجه یک یا دو بورس سهام توکیو در دوره زمانی آوریل ۱۹۹۵ تا مارس ۲۰۰۲ بود. متغیرهای اصلی این تحقیق شامل نسبت پرداخت سود (نسبت سود تقسیمی به درآمد عملیاتی)، بازده سود (نسبت سود تقسیمی به ارزش دفتری سهام)، اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها) و سودآوری (نسبت بازده دارایی‌ها) بودند. هم‌چنین متغیرهای کنترلی نیز شامل فرصت‌های سودآوری، اهرم مالی و تمرکز مالکیت (مجموع مجذورات درصد سهام کنترل شده توسط پنج سهامدار بزرگ شرکت) نتایج نشان داد که بین تمرکز مالکیتی و نرخ‌های پرداخت سود رابطه‌ای منفی وجود دارد. در مورد شرکت‌هایی با مالکیت متمرکز احتمال کمتری وجود دارد که با افزایش سودآوری، سودهای نقدی نیز افزایش یابد و حتی با افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرداخت این سودها قطع خواهد شد. شرکت‌های بزرگ علاوه بر داشتن نسبت‌های بدهی بالا، از عملکرد و نرخ رشد سود پایینی برخوردار بودند. در بین متغیرهای کنترل، اندازه شرکت باعث کاهش نسبت پرداخت سود و بازده سود می‌شد. شرکت‌هایی که سودآورتر بودند از نسبت پرداخت سود بالایی برخوردار بودند، هرچند که این تقسیم سود به نسبت کمتر از سود کسب شده بود. علاوه بر این، اکثریت شرکت‌های متمرکز، وقتی بدهی شان افزایش می‌یافت، تقسیم سودشان را قطع خواهند کرد. در حالت کلی نسبت پایین تقسیم سود شرکت‌های با کنترل متمرکز ناشی از میل کم این شرکت‌ها به افزایش سود تقسیمی است وقتی که این نسبت قبلاً بالا بوده، وقتی سودآوری افزایش می‌یابد یا وقتی شرکت‌ها متحمل زیان عملیاتی

می‌شوند، و میل بالا به حذف سود تقسیمی وقتی فرصت‌های سود آوری رشد پیدا می‌کنند. مندهر کوکی و منصف گویزانی به دنبال این بودند تا تاثیر ماهیت مالکیت سهامداران را بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های تونسی از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۵ بررسی کنند. در مدل رگرسیونی آنها سود تقسیمی هر سهم به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شد و جریان نقدی آزاد (FCF)، فرصت‌های سود آوری آینده، اندازه شرکت، اهرم مالی، درصد سهام مورد تملک سهامداران نهادی، درصد سهام مورد تملک دولت و درصد سهام مورد تملک پنج سهامدار عمده به عنوان دیگر متغیرها وارد مدل شدند. نمونه مورد بررسی شامل ۲۰۳ شرکت تونسی، ۱۸ موسسه مالی و ۱۱ شرکت صنعتی بودند. آنها دریافتند که نگرش ساختار مالکیت، به طور قوی با سیاست تقسیم سود شرکت‌های تونسی مرتبط است. بین مالکیت دولتی و سود تقسیمی به سهامداران رابطه منفی وجود دارد. علاوه بر این مالکیت ۵ سهامدار بزرگ بر عهده شرکت‌هایی است که تقسیم سود بیشتری دارند. شواهد تجربی آنها در مورد تاثیر اندازه شرکت بر تقسیم سود نشان داد که این رابطه، منفی و معنا دار است. یعنی این که شرکت‌های بزرگ‌تر، سودهای پرداختی کمتری دارند. علاوه بر این، شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر، با احتمال بیشتری سود تقسیم می‌کنند و شرکت‌های با اهرم مالی بالاتر، سود کمتری را تقسیم می‌کنند [۱۴]. کی‌هان، ساک‌هان لی و دیوید ساک رابطه بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود را مورد آزمون قرار دادند. آنها به دنبال اثبات این فرضیه بودند که مالکیت نهادی بالاتر، پرداخت سود کمتری را به همراه خواهد داشت. بررسی‌ها نشان داد که تقسیم سود، ارتباط مثبتی با مالکیت نهادی دارد؛ و لذا این فرضیه که سهامداران نهادی، تقسیم سود را به خاطر رفتارهای مالیاتی متفاوت ترجیح می‌دهند، تأیید شد. امروزه، بسیاری از سهامداران نهادی به‌طور مستقیم در تصمیمات مدیریتی شرکت‌ها درگیر نمی‌شوند بلکه آنها به تبعیت از قانون وال استریت در صورتیکه از عملکرد شرکت راضی نباشند، سهامشان را می‌فروشند [۲۰]. آوکی (۱۹۸۴) و لونسین (۱۹۸۸) ذکر کردند که سهامداران نهادی یک نیروی مثبت و قدرتمند برای سوق دادن مدیران می‌باشند، تا به فکر منافع بلندمدت شرکت و سهامدارانشان باشند. بر مبنای فرضیه هزینه نمایندگی نسبت پرداخت سود با مالکیت نهادی شرکت رابطه منفی دارد، اما بر اساس فرضیه بر مبنای مالیات، رابطه پرداخت سود با مالکیت نهادی مثبت می‌باشد. حتی با وجود ضررهای مالیاتی از تقسیم سود به سهامداران، بسیاری از مدیران تقسیم سود را

ترجیح می‌دهند، چون تقسیم سود باعث جذب سهامداران به شرکت می‌شود. تروجانسکی (۲۰۰۴) سیاست پرداخت شرکت‌های انگلیسی پذیرفته شده در بورس لندن طی سال‌های ۱۹۹۰ را مورد بررسی قرار داد. نمونه ایشان شامل ۹۸۵ شرکت از شرکت‌های غیر مالی ثبت شده در بورس اوراق بهادار لندن بود. بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و دیگر شرکت‌های مالی به علت متفاوت بودن استانداردهای گزارش مالی شان در این نمونه قرار نمی‌گرفتند. وی ارتباط بین پویایی پرداخت و قدرت رأی انواع مختلف سهامداران را بررسی کرد. به‌علاوه، ایشان مدل سنتی که توسط لیتنر (۱۹۵۶) مطرح شده بود را بسط داد و یک نگرش صحیح‌تر جهت مدل سازی سودهای پرداختی ارائه کرد. فرضیات این تحقیق شامل این موارد بود: ۱- بین قدرت رأی مدیران و نسبت پرداخت سود شرکت رابطه‌ای منفی وجود دارد. ۲- بین قدرت رأی موسسات مالی و نسبت پرداخت سود شرکت رابطه‌ای منفی وجود دارد. ۳- بین قدرت رأی شرکت‌های صنعتی و نسبت پرداخت سود شرکت رابطه‌ای منفی وجود دارد. ۴- وجود سهام بلوکی کنترل شده توسط موسسات مالی، حساسیت سودهای پرداختی را کاهش می‌دهد. ۵- وجود سهام بلوکی کنترل شده توسط شرکت‌های صنعتی، حساسیت سودهای پرداختی را کاهش می‌دهد. از متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی نیز به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شد. نتیجه اصلی تحقیق ایشان این بود که سیاست تقسیم سود در انگلیس با مالکیت شرکت‌ها ارتباط معناداری دارد. مدیران قوی قادر هستند تا رابطه مثبت سودآوری شرکت و نسبت سود تقسیمی را ضعیف کنند. در شرکت‌هایی که مدیران اجرایی دارای یک ائتلاف بلوکی قوی می‌باشند، نسبت سود تقسیمی کاهش می‌یابد. از طرف دیگر وجود یک ائتلاف قوی از موسسات مالی و یا شرکت‌های صنعتی در بین سهامداران، رابطه بین سودآوری و سود تقسیمی را به طور قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌دهد. در کل حضور سهامداران بلوکی قوی و یا ائتلاف سهامداران بزرگ (به‌ویژه مدیران اجرایی، موسسات مالی و دیگر شرکت‌های صنعتی) باعث تضعیف رابطه بین سودهای شرکت و پویایی پرداخت می‌شود [۲۴]. مایکل برنن و آنجان تاکور (۱۹۹۰) در ارتباط با ترجیحات سهامداران و سیاست تقسیم سود تحقیقی را انجام دادند. شواهد شان نشان داد که اکثریت سهامداران شرکت، تقسیم سود به سهامداران کوچک را تأیید می‌کنند. برای شرکت‌های بزرگ‌تر، اکثریت سهامداران ترجیح می‌دهند که سهام را بازخرید کنند و در بزرگ‌ترین شرکت‌ها، پیشنهاد بازخرید سهام صورت می‌گیرد. چکیده

نتایج این دو محقق به این صورت بود که: (۱) شرکت‌ها، پرداخت‌های کمی را از طریق تقسیم سود، پرداخت‌های متوسطی را از طریق بازخرید سهام در بازار آزاد و پرداخت‌های زیادی را از طریق پیشنهاد بازخرید سهام، انجام می‌دهند. (۲) اگر نرخ مالیات بر درآمد شخصی حاصل از تقسیم سود، بالا نباشد، سهامداران خرد تقسیم سود را ترجیح خواهند داد؛ در حالی که سهامداران بلوکی، بازخرید سهام را ترجیح می‌دهند. (۳) واکنش قیمت به اعلامیه بازخرید سهام، با پرداخت‌های بیش از حد، رابطه منفی دارد [۲۵].

گوگلر و یورتنگلو بر تعارض سهامداران جزء و عمده از طریق تحلیل اعلامیه تقسیم سود و نسبت‌های تقسیم سود در آلمان تأکید داشتند. آنها ادعا داشتند که تقسیم سود، شدت تعارض بین سهامداران بزرگ، سهامداران کوچک و سهامداران بیرونی را تعیین می‌کند و بر اساس آن، اعلامیه تغییر سود تقسیمی اطلاعات جدیدی در مورد این تعارض ارائه می‌دهد. آنها جهت آزمون فرضیات خود، ۷۳۶ اعلامیه تغییر سود را در آلمان در دوره زمانی ۱۹۹۲-۱۹۹۸ بررسی کردند و تفاوت معناداری را در تغییر سود تقسیمی شرکت‌هایی که در این تعارض قرار داشتند، یافتند [۲۶]. مایکل برکلی، کلیفرد هلدرنس و دنیس شیهان (۲۰۰۳) این فرضیه را بررسی کردند که "بین نسبت سهامداران شرکتی (نهادی) و سود تقسیمی رابطه مثبت وجود دارد". آنها در مطالعات خود از دو نوع داده استفاده کردند: اولاً داده‌های مربوط به ۳۱۷ شرکتی که دارای مالکیت نهادی بودند و سودهای تقسیمی شان در سال‌های ۲۰۰۱-۱۹۹۵ بود و ثانیاً داده‌های دیگر آنها شامل ۱۸۹ معامله سهام کلی در سال‌های ۱۹۷۸-۱۹۹۷ بود. آنها اثبات کردند که تقریباً یک سوم شرکت‌های دولتی به عنوان سهامداران بزرگ، سهام شرکت‌های دیگر را در دست دارند. هیچ مدرکی دال بر این که زمانی که شرکت‌ها تملک سهام‌های بلوکی را بر عهده دارند، تقسیم سود بالاتری نیز دارند، وجود ندارد. به طور مشابه، شواهدی در دست نیست که شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری کلان شان را در شرکت‌هایی که تقسیم سود بالاتری دارند، انجام دهند. و زمانی که یک شرکت سهام عمده سهامدار دیگری را خریداری می‌کند و حتی وقتی که سهامدار یک فرد است و ترجیحات مالیاتی متفاوتی برای تقسیم سود دارد، هیچ تغییر معنادار سیستماتیکی در سیاست تقسیم سود، مشاهده نمی‌شود. نتایج کار ایشان با اظهارات مدیران مالی شرکت‌ها مطابقت دارد. هاروی و مایکلی گزارش دادند که مدیران مالی عالی شرکت‌های دولتی ادعا می‌کنند که آنها در وضعیت مالیاتی سهامداران بزرگ،

وقتی سیاست تقسیم سود اتخاذ می‌شود، تغییری مشاهده نمی‌کنند [۲۸]. دانیل ویرگ رابطه بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود را با استفاده از مدل روند سود فاما و بابیاک مورد بررسی قرار داد. ایشان به ارتباط مثبت بین مالکیت نهادی و سود تقسیمی پی برد. هم‌چنین روند مثبتی در مورد سود تشخیص داده شد. علاوه بر این، یک ارتباط منفی بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود دایر کرد. ایشان با مطالعه و بررسی صورت‌های مالی ۱۸۰ شرکت سوئدی در دوره زمانی ۲۰۰۵-۱۹۹۷ نتیجه گرفت که ارتباط مثبتی بین سیاست سود تقسیمی و مالکیت نهادی وجود دارد [۲۹]. راوی جین با بررسی نهادهایی هم‌چون بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های دولتی، صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های خیریه و در دوره زمانی ۱۹۹۶-۱۹۸۹ نشان داد که سرمایه‌گذاران حقیقی ترجیح می‌دهند که سهامی را خریداری کنند که تقسیم سود بالاتری داشته باشند و در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که سود بیشتری تقسیم می‌کنند؛ در صورتیکه سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح می‌دهند سهامی را خریداری کنند که سود کمتری را تقسیم می‌کنند و در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که هیچ پرداختی ندارند. بر طبق مدل انتخاب معکوس مربوط به تاکور و برنن، سرمایه‌گذاران نهادی ارشد، شرکت‌هایی که باز خرید سهام بیشتری دارند را ترجیح می‌دهند، در صورتیکه سرمایه‌گذاران حقیقی هیچ علاقه‌ای به باز خرید سهام ندارند. این نتایج برخلاف این فرضیه‌ها بود که (۱) شرکت‌ها تقسیم سود می‌کنند تا نظارت از طریق سرمایه‌گذاران نهادی را تشویق کنند. (۲) نرخ مالیات بر حقوق صاحبان سهام بسیار پایین (یا صفر) است [۳۰]. یانیو گریستین و رونی میکلی رابطه بین سهامداران نهادی و سیاست پرداخت سود در شرکت‌های دولتی آمریکا را در دوره زمانی ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۶ مورد آزمون قرار دادند. آنها دریافتند که سیاست‌های پرداخت، سهامداران نهادی را تحت تاثیر قرار می‌دهند. سهامداران نهادی از شرکت‌هایی که هیچ گونه سودی تقسیم نمی‌کنند، اجتناب می‌کنند؛ اما از میان شرکت‌هایی که تقسیم سود دارند، شرکت‌هایی را بر می‌گزینند که سود کمتری را تقسیم می‌کنند. شواهد آنها نشان داد که سهامداران نهادی، شرکت‌هایی را ترجیح می‌دهند که سهام را باز خرید می‌کنند و باز خرید عادی آنها بیش از باز خرید غیر معمول باشد. آنها هیچ مدرکی دال بر این که سهامداران نهادی باعث می‌شوند که شرکت‌ها تقسیم سود شان را افزایش دهند، سهام بیشتری را باز خرید کنند و یا پرداخت‌های کلی شان را بیشتر کنند، یافت نکردند. نتایج



تحقیق آنها این فرضیه را که تقسیم سود بیشتر باعث جذب سهامداران نهادی بیشتری می‌شود و یا سهامداران نهادی باعث افزایش پرداخت‌های شرکت‌ها می‌شود، تایید نکرد. نهادها و شرکت‌هایی که در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفتند عبارت بودند از: بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مشاوران سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های خیریه [۳۶]. کوئینگ لی و گو لیانگ هانگ تاثیر مالکیت نهادی را بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های چینی بررسی کردند. آنها بر مبنای نظریه نمایندگی، مدل تقسیم سودی را بر مبنای منافع سهامداران ساختند. ایشان جهت آزمون فرضیات، یک نمونه ۳۶۴ تایی از شرکت‌های چینی که در سال‌های ۲۰۰۳-۲۰۰۱ تقسیم سود داشته‌اند را انتخاب کردند. متغیرهای اصلی این تحقیق شامل: درصد تقسیم سود نقدی شرکت، تعداد سهامداران نهادی در بین ۱۰ سهامدار بزرگ شرکت، و درصد مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار نهادی بودند. هم‌چنین از دو متغیر سود هر سهم و نسبت بدهی به عنوان متغیر کنترل استفاده گردید. در ادامه از یک مدل رگرسیون چند متغیره برای بررسی رابطه بین این متغیرها استفاده گردید. بر مبنای نظریه نمایندگی، تقسیم سود در تقابل با نفع شخصی مدیران و مطابق با منافع سهامداران است. اگر سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت بیشتری داشته باشند، آنها ممکن است تاثیر بیشتری را بر تصمیمات شرکت داشته باشند و مدیران را وادار به تقسیم سود کنند. محققان این مقاله دریافتند که مالکیت نهادی رابطه مثبتی با تقسیم سود شرکت دارد؛ که اگر سرمایه‌گذاران نهادی درصد سهم بیشتری داشته باشند، مدیران، سود بیشتری را تقسیم خواهند کرد. سیاست تقسیم سود پایین، به منافع سهامداران متوسط و خرد لطمه خواهد زد و منجر به رفتار قمار بازی در بازار سرمایه خواهد شد. آنها دریافتند که این امر، مانعی را برای توسعه بازار سرمایه چین به وجود خواهد آورد. آنها در نهایت پیشنهاد دادند که شرکت‌های چین بایستی سرمایه‌گذاران نهادی را به کار گیرند [۳۱]. فرانسیسکو پرز (۲۰۰۳) بررسی کرد که آیا ترجیحات سرمایه‌گذاران حقیقی بزرگ بر روی تصمیمات تقسیم شرکت‌ها موثر می‌باشد؟ ایشان از روش تجزیه و تحلیل زمانی بر روی ساختار مالکیت این رابطه را بررسی کردند. نتایج نشان داد که تقسیم سود تحت تاثیر ترجیحات سهامداران بزرگ قرار می‌گیرد. وقتی سود تقسیمی عدم مزیت‌های مالیاتی کمتری داشته باشد، سود تقسیمی تنها برای شرکت‌هایی با سهامداران شخصی بزرگ افزایش می‌یابد. این نتایج نشان داد که نرخ درآمد مالیات

شخصی تحت تاثیر تصمیمات تقسیم سود می‌باشد [۳۲]. استین تامسن (۲۰۰۴) رابطه سهامداران بلوکی، تقسیم سود و ارزش شرکت را در قاره اروپا مورد بررسی قرار داد. ایشان در بررسی‌های خود از دو منبع داده‌های خود را جمع آوری کرد: ۱) تمامی شرکت‌های آمریکایی و اروپایی که فروش و دارایی‌های خالص شان در سال ۱۹۹۸ بیش از ۲ میلیارد دلار بوده است. ۲) تمامی شرکت‌های ۱۲ کشور اروپایی کوچک که اطلاعات آنها در پایگاه داده‌های جهانی وجود دارد. ایشان در تحقیقات خود به این نتیجه رسید که سهامداران بلوکی، ممکن است ارزش شرکت را به خاطر سلب مالکیت سرمایه‌گذاران کوچک افزایش دهند. اگر سهامداران بزرگ دارای منافع شخصی از کنترل شرکت باشند، تقسیم سود پایین‌تری را ترجیح خواهند داد؛ در حالی که سرمایه‌گذاران خرد، تقسیم سود بیشتری را ترجیح می‌دهند، به طوری که تمامی سهامداران از آن بهره مند شوند. ایشان از تخمین GMM استفاده کرد تا ارتباط بین سهامداران بلوکی، سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت را در میان بزرگ‌ترین شرکت‌های اتحادیه اروپا و شرکت‌های انگلیسی آمریکایی مورد آزمون قرار دهد. او پی به تاثیرات منفی سهامداران بلوکی بر ارزش شرکت‌ها در اروپا برد و دریافت که چنانچه این شرکت‌ها، نرخ سرمایه‌گذاری بالاتر و نسبت حقوق صاحبان سهام به دارایی‌های بالاتری را داشته باشند، این تاثیر منفی قوی‌تر خواهد بود. این نتیجه در مورد شرکت‌های انگلیسی آمریکایی نیز مشاهده شد. علاوه بر این ایشان متوجه شدند که در اروپا، سهامداران بلوکی تاثیر منفی بر نسبت تقسیم سود دارند. نتایج ایشان نشان می‌دهد که مالکیت متمرکز منجر به تمایل به سمت سود انباشته می‌گردد [۳۸].

### تحقیقات انجام شده پیرامون موضوع تحقیق در داخل کشور

اهمیت ترکیب ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یکی از موضوعاتی است که مورد توجه محققین دانشگاهی قرار دارد. در ذیل به برخی از آنها اشاره خواهد شد. یکی از تحقیقاتی که در این زمینه انجام شده است بررسی تاثیر سازه‌ها و متغیرهای تاخیری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط محمد نمازی و مرتضی حشمتی با هدف تعیین رابطه بین سودآوری، بازدهی سهام، کسری مالی و نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت‌ها است. این تحقیق که در دوره ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۳ انجام شده است با استفاده از مدل رگرسیون

داده‌های تابلویی به این نتیجه رسید که بین سودآوری، بازده سهام و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با ساختار سرمایه رابطه معنی‌دار وجود دارد [۴]. تحقیق دیگری که در این زمینه انجام شده است، تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط آقای محمد نمازی و احسان کرمانی با هدف بررسی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها در طی سال‌های ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۸۶ است. این تحقیق که با روش داده‌های ترکیبی برای دوره مذکور بین ۶۶ شرکت استفاده شده است، نشان می‌دهد که بین مالکیت شرکت و عملکرد آن رابطه وجود دارد و مالکیت مدیریتی به صورت معنی‌دار و منفی بر عملکرد شرکت تاثیر می‌گذارد و بهتر است مالکیت درست سرمایه‌گذاران شرکتی باشد [۵]. بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط محمد نمازی و جلال شیرزاده با هدف بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۷۵-۱۳۷۹ تحقیق دیگری است که در این زمینه انجام شده است. در این تحقیق در مجموع اطلاعات ۱۰۸ شرکت مورد بررسی و تحلیل قرار گرفت. نسبت‌های بازده دارایی‌ها و بدهی به مجموع دارایی‌ها در این تحقیق بررسی و با استفاده از رگرسیون دو متغیره ساده و ضریب همبستگی تجزیه و تحلیل‌های اطلاعات انجام شد. نتایج تحقیق نشان داد که بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها رابطه موجود و این رابطه به صنعت مربوطه نیز بستگی دارد و می‌توان ساختار مطلوب سرمایه را در صنایع گوناگون تعیین نمود. این رابطه به تعریف سودآوری نیز بستگی دارد [۶]. تحقیق دیگر عبارت است از بررسی و تعیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد که توسط ایرج نوروش و علی ابراهیمی کردار با هدف ارایه شواهدی در رابطه با نقش نوع دو سرمایه‌گذاری نهادی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. نتایج تحقیق مذکور نشان داد شرکت‌های با مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بالا نسبت به شرکت‌های با درجه پایین‌تر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی اطلاعات بیشتری در رابطه با سودهای آتی به بازار سرمایه گزارش کرده‌اند. لازم به ذکر است که شیوه‌های مداخله‌کننده‌ای نظیر اندازه، مثبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اهرم مالی در این تحقیق تحت کنترل بوده‌اند [۷]. تحقیق دیگر مربوط به سیدجلال صادقی شریف و محمد کفاش پنجه شاهی است. هدف از تحقیق ایشان بررسی تأثیر ترکیب

سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. ترکیب سهامداران در تحقیق مذکور متغیر مستقل و بازدهی سهام متغیر وابسته است. قلمرو مکانی تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن از ابتدای سال ۱۳۸۱ هجری شمسی تا پایان سال ۱۳۸۵ هجری شمسی را در بر می‌گیرد. جامعه آماری تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۱ لغایت ۱۳۸۵ است. نتایج تحقیق مذکور نشان داد شرکت‌هایی که درصد کمتری از سهام آنها در اختیار بزرگ‌ترین سهامدار آنها است (ترکیب سهامداران آنها پراکنده‌تر است) برای سرمایه‌گذاری گزینه‌های مناسب‌تری هستند. شرکت‌هایی که درصد بیشتری از سهام آنها در اختیار سهامداران حقوقی است، برای سرمایه‌گذاری گزینه‌های مناسب‌تری هستند. تأثیر میزان مالکیت سهامداران حقیقی و میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره یک شرکت بر بازده آن تأیید نشد [۳]. علی جهانخانی و سعید قربانی در مورد بررسی عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های ایرانی تحقیقی انجام دادند. آنها نمونه‌ای از ۶۳ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران را طی یک دوره شش ساله (۱۳۷۷ الی ۱۳۸۲) با استفاده از روش‌های آماری مبتنی بر رگرسیون بررسی کردند. جهت انعکاس سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از متغیر «بازده سود سهام نقدی» استفاده کردند. روش تحقیق به کار گرفته شده در این مطالعه، از نوع روش شبه آزمایشی بود. به منظور انجام آزمون آماری مدل تحقیق از روش رگرسیون گام به گام و جهت بررسی خود همبستگی از آزمون دورین واتسون استفاده گردید. با توجه به نتایج آماری حاصل از آزمون مدل تحقیق، رابطه معناداری میان نظریه رشد و توسعه، و سیاست تقسیم سود شرکت، به چشم نمی‌خورد. نظریه اثر ریسک بر سیاست تقسیم سود تأیید می‌گردد. یعنی با افزایش میزان ریسک، سیاست تقسیم سود شرکت‌ها جهت معکوس را می‌پیماید. اثر نظریه نمایندگی، بر خلاف نتایج مطالعات انجام شده توسط روزف، در این تحقیق به تأیید نرسید. به بیان روشن‌تر تمرکز یا پراکندگی مالکیت نقش تعیین‌کننده و معناداری در سیاست توزیع سود شرکت‌ها ایفا نمی‌کند. نتایج نشان داد که هر چه شرکت‌ها از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری برخوردار باشند، پیروی شرکت از سیاست انقباضی تقسیم سود بیشتر است. هم‌چنین با توجه به نظریه پیام‌رسانی و گام تصادفی در توضیح رفتار شرکت‌ها در زمینه سیاست تقسیم سود، نتایج حاکی از آن بود که افزایش یا کاهش سود، حاوی پیامی است

که وضعیت آتی (مطلوب یا نامطلوب) شرکت را نزد سهامداران ترسیم می‌نماید. از طرف دیگر می‌توان انتظار داشت تا شرکت‌هایی که در سال گذشته از بازده سود سهام نقدی بالایی (پایینی) برخوردار بوده‌اند، در سال جاری نیز بازده سود سهام نقدی بالایی (پایینی) را به سهامداران عرضه نمایند. حضور ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در مدل نهایی تحقیق، موید وجود رابطه معنادار و معکوس میان اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود است. از طرف دیگر هر چه میزان تسهیلات مالی افزایش یابد، سیاست تقسیم سود شرکت‌ها انقباضی‌تر خواهد شد. نهایتاً نتایج نشان داد که میزان نقدینگی عامل تاثیرگذاری در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها نمی‌باشد [۲]. همان‌گونه که مشاهده شد تاکنون در ایران به‌طور مستقیم تحقیقی راجع به تاثیر ترکیب سهامداری بر روی نسبت پرداخت سود شرکت صورت نگرفته است. لذا تحقیق حاضر اولین تحقیق است که در حوزه مبحث رابطه بین ساختار مالکیتی و نسبت پرداخت سود شرکت قرار دارد. در این پژوهش ما به دنبال پاسخ این سوال هستیم که اگر ساختار مالکیتی یا همان ترکیب سهامداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان متغیری مستقل در نظر گرفته شود، چه تاثیری روی نسبت پرداخت سود سهام این شرکت‌ها خواهد داشت. در این راه چهار شاخصه برای متغیر مستقل یعنی ترکیب سهامداری و تعدادی متغیر کنترل در نظر می‌گیریم و از راه رگرسیون گیری به جهت و میزان این تاثیر پی برده و معناداری آن را آزمون می‌کنیم.

### فرضیه‌های تحقیق

این تحقیق دارای ۴ فرضیه به شرح زیر است:

- فرضیه اول: میزان مالکیت بزرگترین سهامدار تاثیر منفی روی نسبت پرداخت سود شرکت می‌گذارد.
- فرضیه دوم: میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگ‌تر تاثیر منفی روی نسبت پرداخت سود شرکت می‌گذارد.
- فرضیه سوم: میزان مالکیت سهامداران نهادی تاثیر مثبت روی نسبت پرداخت سود شرکت می‌گذارد.

فرضیه چهارم: میزان مالکیت سهامداران حقیقی تاثیر منفی روی نسبت پرداخت سود شرکت می گذارد.

در این تحقیق "ترکیب سهامداری" به عنوان متغیر مستقل و "نسبت پرداخت سود شرکت" به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته می شود. متغیر ترکیب سهامداری خود شامل چهار شاخصه می گردد: درصد مالکیت بزرگترین سهامدار، درصد مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر، درصد مالکیت سهامداران نهادی و درصد مالکیت سهامداران حقیقی. نسبت پرداخت سود نیز از تقسیم سود تقسیمی هر سهم (DPS) بر سود هر سهم (EPS) به دست می آید. همچنین برای کنترل تاثیر سایر عوامل بر نسبت پرداخت سود، سود هر سهم شرکت، نرخ رشد درآمدهای حاصل از فروش شرکت، و اندازه شرکت به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته می شوند.

### روش تحقیق

در تحقیق انجام شده، جامعه آماری شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۱ هجری شمسی تا پایان سال ۱۳۸۷ می باشد. شرکت های سرمایه گذاری در دامنه این تحقیق قرار نگرفتند، زیرا عملکرد این شرکت ها بیش از این که تحت تاثیر سهامداران باشد متاثر از شرایط بازار و وضعیت شرکت های سرمایه پذیر است که در بسیاری از آنها، این شرکت های سرمایه گذاری نفوذ مدیریتی ندارند. روش نمونه گیری در این تحقیق غربالی بوده است [۱]. به منظور غربال شرکت ها، سهام شرکت ها باید در تمامی سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ (دوره زمانی تحقیق) در فاصله ۱۵ تا پایان اسفند ماه حداقل یک روز در تابلوی بورس مورد معامله قرار گرفته باشند و پایان سال مالی شرکت ها پایان اسفند ماه باشد، در ضمن شرکت هایی که تغییر سال مالی داشتند از نمونه حذف شدند. دلیل غربال فوق این است که متغیرهای این تحقیق به طور سالانه و در آخرین روز کاری هر سال محاسبه گردیده اند و برای این که متغیرهایی چون ارزش بازار (اندازه شرکت)، مقدار فروش شرکت ها، سود هر سهم در این تاریخها معنادار باشند سهام شرکت ها باید طی ۱۵ تا پایان اسفند ماه هر سال معامله شده باشند تا قیمت بخورد و متغیرهای فوق قابل محاسبه گردند. پس از غربال ۴۱ شرکت در نمونه قرار گرفتند، متغیرهای تحقیق با استفاده از نرم افزار Excel محاسبه گردیدند.

نگاره ۱. پراکندگی حجم نمونه تحقیق در صنایع مختلف

گروه	نوع صنعت	تعداد نمونه	درصد در نمونه
۱	صنایع ماشین آلات، خودرو و قطعات	۱۱	۲۸
۲	صنایع غذایی و دارویی	۱۴	۳۵
۳	صنایع شیمیایی، پلاستیک و سلولزی	۸	۲۱
۴	صنایع فلزی و سیمان	۵	۱۱
۵	سایر صنایع	۳	۵
	جمع	۴۱	۱۰۰

### تجزیه و تحلیل اطلاعات و نتایج تحقیق

در این تحقیق برای تشخیص رابطه بین متغیر وابسته و متغیر مستقل از رگرسیون گیری استفاده می شود و معادله ای تشکیل خواهد شد که در آن تاثیر متغیر مستقل روی متغیر وابسته سنجیده می شود. با توجه به تعریف عملیاتی متغیر وابسته و متغیرهای مستقل تحقیق، مدل پایه ای تحقیق به شکل زیر مورد آزمون قرار خواهد گرفت. این مدل با حضور متغیرهای کنترلی برآورد و آزمون خواهد شد:

$$POR_{it} = \alpha_0 + b_1 OS_{it} + b_2 E_{it} + b_3 SG_{it} + b_4 CS_{it} + e_{it}$$

$$\begin{aligned} & \text{(نسبت پرداخت سود سهام شرکت } t \text{ در زمان } t) \\ & = \alpha_0 + (b_1 \times \text{ترکیب سهامداری شرکت } t \text{ در زمان } t) + (b_2 \times \text{EPS شرکت } t \text{ در زمان } t) + (b_3 \times \text{رشد فروش شرکت } t \text{ در زمان } t) \\ & \quad + \text{خطا} + (b_4 \times \text{اندازه شرکت } t \text{ در زمان } t) \end{aligned}$$

به منظور جمع آوری اطلاعات مربوط به متغیرها از پایگاه های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار استفاده شده است. داده های مربوط به ترکیب سهامداری شرکت ها نیز از سازمان بورس و هم چنین سایت های مرتبط اخذ گردیده است. پس از مقایسه و رفع عدم هماهنگی های فراوان و دسته بندی آنها در نرم افزار اکسل (Excel)، داده ها برای آزمون و بررسی آماده شده است.

برای آزمون معناداری معادلات از آزمون F و برای آزمون ضرایب معادلات از آزمون T استفاده می کنیم. آزمون چهار فرضیه آماری، با استفاده از نرم افزار اس پی اس (SPSS) و استفاده از روش تحلیل واریانس (ANOVA) و آماره t صورت گرفت. نتیجه حاصل به صورت خلاصه در نگاره ۲ ارائه گردیده است.

## نگاره ۲. نتایج تحلیلی رگرسیون برای همه فرضیه‌ها

نام فرضیه	متغیرهای مدل	ضریب	آماره t	سطح معنی‌داری	F	سطح معنی‌داری
اول	مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار	۰/۱۰۱	۰/۹۵۱	۰/۳۴۸	۱/۹۶۹	۰/۱۲۰
	EPS	۰/۰۰۴	۱/۷۲۵	۰/۰۹۳		
	ارزش بازار	۰/۰۰	-۰/۰۷۸	۰/۹۳۹		
	نرخ رشد	۰/۴۶۸	۱/۴۱۷	۰/۱۶۵		
دوم	مالکیت ۵ سهامدار بزرگ‌تر	۰/۲۵	۲/۰۷۴	۰/۰۴۵	۲/۹۷۸	۰/۰۳۲
	EPS	۰/۰۰۳	۱/۶۸	۰/۱۰۱		
	ارزش بازار	۰/۰۰	-۰/۱۲۲	۰/۹۰۴		
	نرخ رشد	۰/۵۹۴	۱/۸۶	۰/۰۷۱		
سوم	مالکیت سهامداران نهادی	۰/۱۸۲	۲/۵۶	۰/۰۱۵	۳/۶۵۲	۰/۰۱۳
	EPS	۰/۰۰۳	۱/۴۲	۰/۱۶۲		
	ارزش بازار	۰/۰۰	-۰/۶۶۷	۰/۵۰۹		
	نرخ رشد	۰/۴۸۵	۱/۵۸	۰/۱۲۲		
چهارم	مالکیت سهامداران حقیقی	-۰/۱۸۶	-۲/۳۷۲	۰/۰۲۳	۳/۳۷۲	۰/۰۱۹
	EPS	۰/۰۰۳	۱/۳۲۴	۰/۱۹۴		
	ارزش بازار	۰/۰۰	-۰/۷۰۷	۰/۴۸۴		
	نرخ رشد	۰/۴۲۸	۱/۳۷۵	۰/۱۷۸		

با ملاحظه نگاره ۱ به توضیح آماری هر یک از فرضیه‌ها به طور جداگانه می‌پردازیم:

## آزمون فرضیه اول

با استفاده از ستون آخر که سطح معنی‌داری برابر ۰/۱۲۰ را می‌دهد و این مقدار از خطای در نظر گرفته شده برای آزمون یعنی ۰/۰۵ بیشتر است بنابراین فرض صفر آماری یعنی صفر بودن همه ضرایب رگرسیونی ( $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$ ) پذیرفته می‌شود و این به نوبه خود یعنی هیچ کدام از متغیرهای موجود در مدل به‌طور صحیح وارد مدل نشده‌اند. و به طور کلی بیان می‌دارد که مدل معنی‌دار نیست و می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه اول رد می‌شود.

## آزمون فرضیه دوم

با توجه به ستون آخر که سطح معنی‌داری برابر ۰/۰۳۲ را می‌دهد و این مقدار از خطای در نظر گرفته شده برای آزمون یعنی ۰/۰۵ کمتر است بنابراین فرض صفر آماری یعنی صفر



بودن همه ضرایب رگرسیونی ( $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$ ) رد می‌شود و این به نوبه خود یعنی حداقل یکی از متغیرهای موجود در مدل به‌طور صحیح وارد مدل شده است و به طور کلی بیان می‌دارد که مدل معنی‌دار است. در مرحله بعد به آزمون صفر بودن همه ضرایب می‌پردازیم تا مشخص شود کدام یک از متغیرها با متغیر وابسته رابطه معنی‌دار دارند و از آنجا درباره رد یا پذیرش فرضیه دوم تحقیق تصمیم بگیریم. مقدار آماره  $t$  برای متغیر مالکیت ۵ سهامدار بزرگ‌تر و نرخ رشد از مقدار  $t_{40,0.025} = 1/96$  بزرگ‌تر می‌باشند و بنابراین فرض صفر آماری یعنی  $\beta_1 = 0$  و  $\beta_4 = 0$  رد می‌شود. بنابراین این متغیر با متغیر پاسخ رابطه معنادار اما مثبتی دارد و از آنجا که فرضیه دوم تحقیق ما رابط منفی برای این دو بیان می‌کند بنابراین این فرضیه نیز رد می‌شود.

#### آزمون فرضیه سوم

با توجه به ستون آخر که سطح معنی‌داری برابر  $0/013$  را می‌دهد و این مقدار از خطای در نظر گرفته شده برای آزمون یعنی  $0/05$  کمتر است بنابراین فرض صفر آماری یعنی صفر بودن همه ضرایب رگرسیونی ( $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$ ) رد می‌شود و این به نوبه خود یعنی حداقل یکی از متغیرهای موجود در مدل به‌طور صحیح وارد مدل شده است و به طور کلی بیان می‌دارد که مدل معنی‌دار است. مقدار آماره  $t$  برای متغیر مالکیت سهامداران نهادی از مقدار  $t_{40,0.025} = 1/96$  بزرگ‌تر می‌باشند و بنابراین فرض صفر آماری یعنی  $\beta_1 = 0$  رد می‌شود و از آنجا که در این فرضیه برای ما مالکیت سهامداران نهادی مهم است و صفر بودن ضریب این متغیر نیز رد می‌شود بنابراین این متغیر با متغیر پاسخ رابطه معنادار و مثبتی (با توجه به مقدار ضریب که  $0/182$  است) دارد و از آنجا فرضیه سوم تحقیق تایید می‌شود.

#### آزمون فرضیه چهارم

با توجه به ستون آخر که سطح معنی‌داری برابر  $0/019$  را می‌دهد و این مقدار از خطای در نظر گرفته شده برای آزمون یعنی  $0/05$  کمتر است بنابراین فرض صفر آماری یعنی صفر بودن همه ضرایب رگرسیونی ( $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$ ) رد می‌شود و این به نوبه خود یعنی حداقل یکی از متغیرهای موجود در مدل به‌طور صحیح وارد مدل شده است و به طور کلی بیان می‌دارد که مدل معنی‌دار است. مقدار قدر مطلق آماره  $t$  یعنی  $2/372$  برای متغیر

مالکیت سهامداران نهادی از مقدار  $t_{40,0.025} = 1/96$  بزرگتر می‌باشند و بنابراین فرض صفر آماری یعنی  $\beta_1 = 0$  رد می‌شود. بنابراین این متغیر با متغیر پاسخ رابطه معنادار و منفی (با توجه به مقدار ضریب که  $-0/186$  است) دارد و از آنجا فرضیه چهارم تحقیق تایید می‌شود.

با توجه به مطالب ذکر شده در بالا می‌توان گفت که میزان مالکیت بزرگترین سهامدار و هم‌چنین میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر بر روی نسبت پرداخت سود شرکت تاثیر مثبت دارد. یعنی شرکت‌هایی که بیشتر مالکیت آنها در اختیار یک سهامدار است و یا این که بیشتر مالکیت در اختیار ۵ سهامدار بزرگتر آن است نسبت به شرکت‌هایی که مالکیت آنها پراکندگی بیشتری دارد، نسبت پرداخت سود بیشتری دارند و تمرکز در مالکیت باعث افزایش نسبت پرداخت سود شرکت می‌شود. تاثیر نهادی بودن سهامداران بر نسبت پرداخت سود شرکت تایید گردید. یعنی هر چه مالکیت سهامداران نهادی در یک شرکت بیشتر باشد باعث می‌شود که نسبت پرداخت سود آن در طی زمان افزایش یابد. از طرف دیگر با توجه به تایید فرضیه چهارم، هر چه مالکیت سهامداران حقیقی در یک شرکت بیشتر باشد باعث می‌شود که نسبت پرداخت سود آن کاهش یابد.

### پیشنهادها

با توجه به نتایج تحقیق، سهامداران باید در انتخاب‌های سرمایه‌گذاری خود به ترکیب سهامداری شرکتها توجه نمایند. اگر هدف آنها از سرمایه‌گذاری، به صورت کوتاه مدت بوده و خواهان دریافت سود نقدی می‌باشند، در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که دارای ترکیب سهامداری متمرکز و نهادی باشند. هم‌چنین با توجه به موضوع بررسی شده در این پژوهش، پیشنهاد می‌شود که این بررسی به صورت مفصل با بررسی تاثیر هر یک از اجزاء ترکیب سهامداری به صورت جداگانه بر نسبت پرداخت سود صورت گیرد.

### محدودیت‌های تحقیق

در این تحقیق عوامل مهم دیگری هم‌چون وضعیت اقتصادی، وضعیت سیاسی، گرایشات مختلف سهامداران بزرگ و ... نیز ممکن است بر سود تقسیمی شرکت‌ها موثر باشند. از طرف دیگر با توجه به شرایط بورس اوراق بهادار تهران، با محدودیت‌های دیگری نیز در

مسیر تحقیق برخورد کردیم که شامل موارد زیر بود: نبود بانک اطلاعاتی منظم و مدون در مورد ترکیب سهامداران شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران که گردآوری داده‌ها را در این مورد مشکل می‌ساخت و جدید بودن این نوع تحقیقات و نبودن پشتوانه تحقیقات داخلی که الگوگیری و تحلیل نتایج را مشکل می‌ساخت.

### منابع

۱. آذر عادل، مومنی منصور (۱۳۸۱). "آمار و کاربرد آن در مدیریت"، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، چاپ هشتم.
۲. جهانخانی علی، قربانی سعید (۱۳۸۴). "شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران"، دو فصلنامه تحقیقات مالی، سال هفتم، شماره ۲۰.
۳. صادقی شریف سیدجلال، کفاش پنجه‌شاهی محمد (۱۳۸۸). "تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۵، بهار ۱۳۸۸، از صفحه ۵۱ تا ۶۶.
۴. نمازی محمد، حشمتی مرتضی (۱۳۸۶). "بررسی تاثیر سازه‌ها و متغیرهای تاخیری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار". فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۴۹.
۵. نمازی محمد، کرمانی احسان (۱۳۸۷). "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۵۳.
۶. نمازی محمد، شیرزاده جلال (۱۳۸۴). "بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، سال دوازدهم، شماره ۴۲.
۷. نوروش ایرج، ابراهیمی کردلر علی (۱۳۸۴). "بررسی و تعیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد". فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی سال پانزدهم، شماره ۴۲.
8. Amidu Mohammad and Abor Joshuo (2006). "Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana", Journal of Risk Finance, Mar 2006. (Vol. 7 No. 2, pp. 136-145)
9. Brennan and Thakors (1990). "A Comparison of the Market Reaction to Specially Designated Dividends and Tender Offer Stock Repurchases".

- Financial Management (Financial Management Association), Autumn, 1997 by Indudeep S. Chhachhi, Wallace N. Davidson,
10. Fama E.F. and K.R. French (2001). "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics*, 60, (1), 3-43.
  11. Grinstein Yaniv and Roni Michaely, (2005). "Institutional Holdings and Payout Policy", *The Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 1389-1426.
  12. Gugler K., and B. B. Yurtoglu (2003). "Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany", *European Economic Review* 47, pp 731-758.
  13. Harada Kimie and Pascal Nguyen (2003). "Ownership Concentration, Agency Conflicts and Dividend Policy in Japan". *Journal of Finance*. pp. 55, 1-33.
  14. Kumar Jayesh, (2003). "Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India", *Indira Gandhi Institute of Development Research*, november.
  15. Kouki Mondher and Guizani Moncef (2009). "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Exchange Market". *Eurojournals Publishing, Inc.* 2009 <http://www.eurojournals.com>
  16. Kouki. Mondher (2009). "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from Tunisian Market", *European Journal of Scientific Research*, ISSN1450-216X, Vol. 25, No. 1, pp. 42-53.
  17. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny, (2000). "Agency Problems and Dividend Policies Around the World", *Journal of Finance*, 55(1), 1-13.
  18. Lintner John (1956). "Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification", *Journal of Finance*, 20(4), pp.587-615.
  19. Miller and Modigliani (1961). "Why Individual Investors Want Dividends", *Journal of Corporate Finance*. Vol. 12, Issue 1, December 2005, Pages 121-158.
  20. Omneya Abdelsalam, Ahmed El-Masry, Sabri Elsegini (2008). "Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market, Further Evidence From CASE 50", *Managerial Finance*, Vol. 34 No. 12, pp. 953-964.
  21. Qiang Li and Guoliang Huang (2004). "Influence of Institutional Ownership on Cash dividend Policy of China Listed Companies", *The Sixth Wuhan International Conference on E-Business International Finance Track*. (china).
  22. Ravi Jain (2007). "Institutional and Individual Investor Preferences for Dividends and Share Repurchases", *Journal of Economics and Business* 59, 406-429.
  23. Rozeff M.S., (1982). Growth, beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout, Ratios, *Journal of Financial Research*, 5 (3), 249-259.
  24. Wiberg. Daniel (2007). "Institutional Ownership and Dividends", *Jönköping International Business School (JIBS), and Centre of Excellence for Science and Innovation Studies (CESIS), Royal Institute of Technology, Stockholm*.