

## بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران

فرزین رضایی<sup>۱</sup> / خدیجه عیدان ترک‌زاده<sup>۲</sup> / ناصر نصیری<sup>۳</sup>

### چکیده

در این پژوهش تأثیر متغیرهای ساختار مالکیت (مالکیت نهادی، مالک عمده، سهام شناور آزاد) و همچنین اثر تعاملی این متغیرها بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف بررسی شده است. سیاست تقسیم سود عبارت از نسبت سود نقدی بر سود هر سهم می‌باشد، آزمون فرضیه‌های تحقیق به کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون چندگانه با استفاده از روش حداقل مربعات تلفیقی (PLS) و روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) از طریق داده‌های تابلویی انجام شده است. در تحقیق حاضر تأثیر متغیرهای مستقل بر سود تقسیمی به دو صورت مورد بررسی قرار گرفته است، تأثیر هر کدام از متغیرها به طور جداگانه بر سود تقسیمی با استفاده از روش حداقل مربعات تلفیقی و تأثیر تعاملی متغیرهای ساختار مالکیت به همراه نوع صنعت به عنوان متغیر مجازی را بر سود تقسیمی با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته مورد ارزیابی قرار داده است.

جامعه آماری مورد بررسی همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷، به استثناء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی می‌باشد. در نهایت تعداد ۶۵ شرکت که همه اطلاعات مورد نیاز در مورد آنها در دسترس بود مورد آزمون قرار گرفت. نتایج نشان داد که از بین متغیرهای ساختار مالکیت، مالکان نهادی و سهام شناور آزاد ارتباط معنی‌دار با سود تقسیمی دارند و همچنین تأثیر تعاملی ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف معنی‌دار و متفاوت می‌باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می‌تواند اثر تعدیل‌کننده‌ای بر رابطه بین متغیرهای ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود داشته باشد.

**واژگان کلیدی:** ساختار مالکیت، مالکان نهادی، سهام شناور آزاد، سیاست تقسیم سود، حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS).

طبقه‌بندی موضوعی: G32, G35.

۱. استادیار دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی قزوین - [Farzin.rezaei@qiau.ac.ir](mailto:Farzin.rezaei@qiau.ac.ir)

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی دانشگاه آزاد اسلامی قزوین

۳. دکتری اقتصاد دانشگاه حاجت تپه ترکیه

## مقدمه

مهمترین عوامل تعیین کننده سطح سود، محدودیت‌های تأمین مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه شرکت و فشار از سوی سهامداران و مقامات نظارت کننده است. به طور کلی حاکمیت شرکتی شامل ضوابط حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که چگونگی اداره و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. عوامل کلیدی عبارتند از: صاحبان سهام و ساختار مالکیت، تعداد و ترکیب اعضای هیأت‌مدیره و سایر ذینفعان که امکان اثرگذاری بر عملکرد شرکت را دارند. در این میان آنچه بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روز افزون سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام می‌باشد (سلمن و همکاران، ۱۳۸۴). تقسیم سود از دو جنبه بسیار مهم در خور بحث است، از یک طرف عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت‌ها است و از سوی دیگر بسیاری از سهامداران خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو سهامداران با هدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علاقه‌های مختلف خود و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین تصمیم‌های تقسیم سود که از سوی مدیران گرفته می‌شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است (مهرانی و همکاران، ۱۳۷۷). بخشی از عملیات شرکت‌ها به روابط نمایندگی بین سهامداران و مدیران مربوط می‌شود. جدا کردن مالکیت سهام و کنترل مدیریتی بر عملیات شرکت ممکن است به یک تضاد منافع منجر شود و هزینه‌های نمایندگی از این تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به وجود می‌آید (مشایخ و همکاران، ۱۳۸۵). در واقع پرداخت درصد قابل توجهی از سود، یکی از مکانیزم‌های کنترلی سرمایه‌گذاران جهت تعدیل این تضاد منافع است زیرا توزیع سود سهام مدیریت را وادار می‌سازد تا برای پرداخت سود به اندازه کافی وجه نقد ایجاد نماید و باعث کاهش جریان وجه نقد مازاد می‌شود که به دلیل عدم استفاده مدیریت در پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور، هدر می‌رود (جهانخانی و همکاران، ۱۳۸۴). تضاد منافع سهامداران با مدیریت یکی از موضوعات مهمی است که طی دهه‌های اخیر مورد توجه محققین بوده است، طبق پژوهش‌های مرتبط با حاکمیت شرکتی ساختار مالکیت یکی از راهکارهای حل این معضل است. مساله توزیع سود، مختص شرکت‌هایی است که ساختار حقوقی آنها سهامی عام می‌باشد. در این دسته از شرکت‌ها، مدیران و مالکان دارای اختیار تصمیم‌گیری و قدرت اجرایی متفاوتی می‌باشند (بابایی زکلیگی، ۱۳۸۷). با توجه به تئوری نمایندگی، ساختار مالکیت به عنوان بخشی از حاکمیت شرکتی، نتیجه تلاش‌ها برای به حداقل رساندن هزینه‌های مرتبط با تفکیک کنترل و مالکیت شرکت می‌باشد. هزینه‌های نمایندگی، در شرکت‌های دارای سهم مالکیت مدیریتی بالا، به خاطر همسویی اهداف مدیر و سهامدار پایین‌تر هستند و در شرکت‌های دارای سهامداران

بلوکی بزرگ که قادر به نظارت فعالیت‌های مدیریتی آنها هستند هم پایین‌تر می‌باشد (Frankfurter, et al., 2002). همچنین ساختار مالکیت از طریق نحوه حکمرانی و اتخاذ سیاست‌های کارآمد بر عملکرد شرکت‌ها از جمله سیاست تقسیم سود و پرداخت سود سهام تأثیر دارد. پرداخت سود سهام می‌تواند جایگزینی برای مسائل حاکمیت شرکتی در یک شرکت تلقی شود. در این شرایط ساختار مالکیت متناظر با توزیع حقوق مالی میان سهامداران می‌باشد (Kouki, et al., 2009).

از این رو یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی، آگاهی از ساختار مالکیت می‌باشد تا با استفاده از آن بتوان راهبردهای لازم را برای عملکرد بهتر شرکت و همچنین افزایش سهام آنها تدوین نمود. لذا این پژوهش بر آن است تا ارتباط بین برخی از متغیرهای ساختار مالکیت (به عنوان بخشی از ساختار حاکمیت شرکتی) و تأثیر تعاملی این متغیرها با سیاست تقسیم سود (نسبت پرداخت سود) را مورد ارزیابی قرار دهد. سهامداران حقوقی و عمده قدرت اظهار نظر قابل توجهی بر تصمیمات کلیدی سیاست تقسیم سود دارند. با توجه به مسئله جذب سرمایه‌گذاران خارجی در بورس ایران و لزوم تدوین و تصویب قوانین، مسأله سیاست تقسیم سود از اهمیت خاصی برخوردار است. سرمایه‌گذاران سعی دارند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که سود خوبی عاید آن‌ها شود. بنابراین شرکت‌ها باید مقدار مناسبی از سود پرداختی داشته باشند. تحقیقات حاکمیت شرکتی نشان می‌دهد که ساختار مالکیت و نظارت بر روابط سهامداران، هیأت‌مدیره، مدیران و سایر ذینفعان عاملی برای ارتقاء استانداردهای تجاری شرکت‌ها، تشویق سرمایه‌گذاران تأمین و تجهیز سرمایه، بهبود امور اجرایی از عناصر اصلی در بهبود کارایی اقتصادی شرکت‌ها است. این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که «آیا ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود تأثیرگذار است؟ همچنین تأثیر تعاملی متغیرهای ساختار مالکیت در صنایع مختلف چگونه است؟»

در این تحقیق بررسی سیاست تقسیم سود با کنترل نسبت‌های مالی ROE و EPS انجام گرفته است. با بررسی متغیرهای ساختار مالکیت و تعیین رابطه آنها با سیاست تقسیم سود اولاً می‌توان به وسیله این عوامل مسأله نمایندگی را کنترل کرد و همچنین سهمی از سود را پرداخت نمود که ارزش شرکت حداکثر شود.

### چارچوب نظری و پیشینه تحقیق:

در خصوص سیاست تقسیم سود نظریه‌های مختلفی از سوی پژوهشگران دانش مالی ارائه شده است از آن جمله می‌توان به نظریه‌های نمایندگی، نظارت کارآمد، علامت دهی، فرضیه جریان نقدی آزاد که

مرتبط با ساختار بحث تحقیق حاضر می‌باشند، اشاره نمود. پیشرفت اخیر در تئوری مالی شرکت به بررسی رابطه میان سیاست تقسیم سود و هزینه‌های نمایندگی پیشرفتی باز می‌گردد و متمرکز بر این مسأله است که سیاست تقسیم سود چگونه می‌تواند در کاهش هزینه نمایندگی استفاده شود (Kouki, et al., 2009). برل و همکاران (Berle, et al., 1932) و راس (Ross, 1973) از زوایای مختلف به موضوع نمایندگی پرداختند و نهایتاً جنسن و همکاران (Jensen, et al., 1976) مبانی تئوری نمایندگی را مطرح کردند. آنها مدیران شرکت‌ها را به عنوان کارگزاران و سهامداران را به عنوان کارگمار تعریف کردند. مشکل در اینجا آن است که کارگزاران لزوماً به نفع کارگمار تصمیم‌گیری نمی‌کنند (Jensen, et al., 1976). یکی از مکانیسم‌های کنترلی بیرونی مؤثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده‌ای بوده، ظهور مالکان حقوقی به عنوان مالکین سرمایه می‌باشد. مالکان نهادی دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران به طور مستقیم از طریق مالکیت و به طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود می‌باشند (Solomon, et al., 2005). با توجه به فرضیه نظارت کارآمد، به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه‌گذاری خود را به صورت فعال مدیریت می‌کنند. براساس این نگرش مالکان نهادی، سهامدارانی متبعر هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات می‌باشد عموماً تحقیقات صورت گرفته این فرضیه را تایید می‌کند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). پرداخت سود سهام، وجوه موجود برای مصارف متفرقه و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد و مدیران را وادار می‌کند که در بازارهای سرمایه در جستجوی تأمین مالی باشند. نظارت کارآمد بازارهای سرمایه فعالیت سرمایه‌گذاری کمتر از حد بهینه و مصارف متفرقه بیش از حد را کاهش داده و از این طریق هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد (Sterk, et al., 1990). شرکت‌های با جریان نقدی آزاد، معمولاً هزینه‌های نمایندگی بالایی دارند. وجود جریان نقدی آزاد می‌تواند باعث شود که مدیریت به پروژه‌های سرمایه‌گذاری نیمه بهینه دست بزند. برای کاهش جریان نقدی موجود برای مدیران و بنابراین کاهش هزینه‌های نمایندگی، جنسن پیشنهاد می‌کند که بهتر است نقدینگی اضافه به صورت سود سهام به سهامداران باز گردد تا امکان اینکه این وجوه روی پروژه‌های غیر سودآور به هدر بروند، کاهش یابد. کاهش عدم تقارن اطلاعات میان مدیران و مالکان از طریق تغییرات غیر منتظره در سیاست تقسیم سود، اساس مدل‌های علامت‌دهی سود سهام است. تئوری هزینه نمایندگی از سیاست تقسیم سود برای همسوسازی بهتر منافع سهامداران و مدیران شرکت استفاده می‌کند. فرضیه جریان نقدی آزاد ترکیبی اختصاصی از الگوهای هزینه

نمایندگی و علامت‌دهی است. پرداخت سود سهام می‌تواند سطح وجوه موجود برای مصرف متفرقه توسط مدیران شرکت را کاهش دهد (Frankfurter, et al., 2002).

### تحقیقات داخلی

در تحقیق انجام شده توسط خدادادی و همکاران (۱۳۸۴)، تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌ها (میزان نحوه تأثیرگذاری سهامداران نهادی و سهامداران حقیقی) بر سیاست‌های تقسیم سود اتخاذ شده از سوی آن‌ها مورد بررسی قرار گرفت. چگونگی این تأثیر با استفاده از مدل‌های رگرسیون کمترین مربعات خطا و مدل لجستیک در سطح خطای ۵٪ مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون مدل اول نشان داد که بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و همچنین نتایج آزمون مدل لجستیک حاکی از آن است که ساختار مالکیت بر سیاست‌های تقسیم سود تأثیر معنی‌داری دارد. گرمروودی لطف‌آبادی (۱۳۸۴)، تأثیر هزینه نمایندگی بر سیاست سود تقسیمی در ۱۸۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۰ را بررسی کرد. نتایج نشان داده است که تعداد سهامداران عادی، دارایی‌های وثیقه‌ای و جریان نقدی آزاد به صورت مثبت با نسبت سود سهام تقسیمی رابطه معنی‌دار دارند و همچنین تنوری نمایندگی، فرضیه جریان نقدی آزاد جنسن (Jensen) را تأیید می‌کنند و اشاره به تأثیر هزینه نمایندگی بر سیاست تقسیم سود در بازار سهام تهران دارد.

نمازی و همکاران (۱۳۸۷)، تأثیر ساختار مالکیت را بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار دادند. در تحقیق آنها رابطه بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها توسط چهار مدل براساس متغیرهای وابسته مورد بررسی قرار گرفت به طور کلی یافته‌های پژوهش براساس مدل‌های مورد بررسی نشان دادند بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد.

مرادی (۱۳۸۶) در تحقیقی به بررسی نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر کیفیت سود گزارش شده تأثیر دارد، پرداخت. به طور کلی نتایج تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود است، حال آنکه این نتایج عموماً نشان دهنده آن است که تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی نه تنها نقشی در ارتقای کیفیت سود ندارد بلکه بر اساس نتایج حاصل از برخی مدل‌ها سبب تنزل کیفیت سود نیز می‌گردد. نتایج حاصل از این تحقیق مؤید فرضیه نظارت کارآمد می‌باشد.

اژدر (۱۳۸۷)، تأثیر سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت‌ها بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرد. یافته‌های تحقیق نشان داد که سیاست‌های تقسیم سود متأثر از میزان سهام مدیریتی شرکت‌ها است به طوری که انتظار می‌رود افزایش میزان حضور سهامداران در مجامع عمومی و مشارکت بیشتر آنها در مدیریت و راهبری شرکت، میزان سود تقسیمی شرکت‌ها افزایش یابد. در حالی که هیچ ارتباط معنی‌داری بین سطح مالکیت سهامداران حقوقی و سیاست‌های تقسیم سود مشاهده نگردید.

نوروش و همکاران (۱۳۸۴)، در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین سهامداران حقوقی و تقارن اطلاعات پرداختند. یافته‌های تحقیق آنها نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که مالکیت حقوقی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت حقوقی کمتری دارند، قیمت‌های سهام اطلاعات سودهای آتی بیشتری را در بر می‌گیرد. با توجه به شواهدی که در ارتباط با نقش مثبت سهامداران حقوقی در آن تحقیق به دست آمده است می‌توان نتایج آن را مطابق با فرضیه نظارت کارآمد دانست.

### تحقیقات خارجی

کوکلی و همکاران (Kouki, et al., 2009) ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود را در بازار سهام تونس مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داده شرکت‌های تونسی با ساختار مالکیت بسیار متمرکز یافته سود سهام بیشتری را توزیع می‌کنند و یک رابطه مثبت میان سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت وجود دارد گونزالس و همکاران (González, et al, 2010)، ارتباط بین پرداخت سود سهام و ساختار مالکیت برای شرکت‌های ۵ کشور آمریکای لاتین را بررسی کردند. آنها کنترل مالکیت را برای تصمیمات پرداخت سود سهام مهم دانسته و یافته‌های تحقیق آنها وجود یک رابطه U-شکل بین تمرکز مالکیت و پرداخت سود سهام را نشان داد. به طوری که وقتی تمرکز مالکیت پایین باشد تأثیر منفی بر پرداخت سود سهام دارد و وقتی که تمرکز مالکیت بالا باشد تأثیر مثبت بر پرداخت سود سهام دارد.

آلوی (Alwi, 2009)، سیاست تقسیم سود و بدهی به عنوان مکانیسم حاکمیت شرکتی در اندونزی مورد بررسی قرار داد که در آن مطالعه، سیاست‌های سود سهام و بدهی را به عنوان یک مکانیسم حاکمیت شرکت برای کاهش تعارض نمایندگی بین سهامداران اقلیت و اکثریت بررسی کرده، نمونه در نظر گرفته شده شامل ۲۰۰ شرکت در بورس سهام اندونزی می‌باشد که از دو لحاظ ساختار مالکیت با تمرکز بالا و پایین بررسی شده اند، نتایج نشان داده که سیاست تقسیم سود می‌تواند

به عنوان یک مکانیسم حاکمیت شرکتی برای کاهش تعارض نمایندگی میان سهامداران اکثریت و اقلیت هم در ساختار مالکیت با تمرکز بالا و هم پایین استفاده شود ولی سیاست بدهی نتیجه عکس داده است.

مانوز، سیاست تقسیم سود و تئوری نمایندگی را در کشور هند مورد بررسی قرار داد. در تحقیق خود از مدل حداقل‌سازی هزینه روزرف استفاده کرده است، آن مدل پیش‌بینی می‌کند نسبت پرداخت سود سهام هدف در سطحی است که مجموعه هزینه‌های معامله مرتبط با افزایش تأمین مالی خارجی از یک سو و هزینه‌های نمایندگی را از سوی دیگر به حداقل برساند. محقق این مدل را بر روی ۶۶۱ شرکت غیرمالی ثبت شده در بورس بمبئی برآورد و آزمایش کرد. در کل یافته‌ها مدل حداقل‌سازی هزینه و منطق تئوری نمایندگی را برای سیاست تقسیم سود تأیید کرده‌اند (Manos, 2002).

عبدالسلام و همکاران (Abdelsalam, et al., 2009)، ترکیب اعضای هیأت‌مدیره، ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در یک بازار نوظهور (مصر) را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های تحقیق آنها وجود یک رابطه مثبت و معنی‌دار میان مالکیت حقوقی و عملکرد شرکت و هر دو مورد با سیاست تقسیم سود را تأیید کردند اما هیچ رابطه معنی‌دار میان ترکیب هیأت‌مدیره و سیاست تقسیم سود نشان داده نشده است.

## روش تحقیق

### ۱- فرضیه‌های تحقیق

- فرضیه اصلی ۱: تأثیر ساختار مالکیت بر سود تقسیمی شرکت‌ها معنی‌دار است.
- فرضیه فرعی ۱-۱: وجود مالکان نهادی بر سود تقسیمی شرکت‌ها تأثیر معنی‌دار دارد.
- فرضیه فرعی ۱-۲: وجود مالک عمده بر سود تقسیمی شرکت‌ها تأثیر معنی‌دار دارد.
- فرضیه فرعی ۱-۳: سهام شناور آزاد بر سود تقسیمی شرکت‌ها تأثیر معنی‌دار دارد.
- فرضیه اصلی ۲: تأثیر تعاملی ساختار مالکیت بر سود تقسیمی شرکت‌ها در صنایع مختلف معنی‌دار و متفاوت است.

### ۲- قلمرو تحقیق

دوره زمانی تحقیق یک دوره ۵ ساله در فاصله زمانی سالهای ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۷ می‌باشد.

### ۳- جامعه و نمونه

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و برای نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک به شرح زیر استفاده شده است: ۱- دوره مالی شرکت‌های نمونه منتهی به پایان اسفند ماه باشد. ۲- وقفه معاملاتی بیش از ۴ ماه در بورس اوراق بهادار تهران نداشته باشد. ۳- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، نهادهای پولی، بانکی و هلدینگ نباشند. ۴- اطلاعات آنها در دسترس باشد. ۵- تغییر دوره مالی، طی دوره تحقیق نداشته باشد با توجه به شرایط فوق تعداد ۶۵ شرکت انتخاب شدند. برای گردآوری اطلاعات این تحقیق از مطالعات کتابخانه‌ای استفاده گردید. داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌ها، گزارش هیأت‌مدیره و صورت جلسات مجمع عمومی، آرشیو آماری موجود در سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره آوردن‌وین استخراج گردید. به منظور واکاوی داده‌ها و بدست آوردن نتایج از روش رگرسیون به طریق داده‌های تابلویی و به کمک نرم‌افزار آماری Eviews و Spss استفاده شد.

### ۴- روش به کار گرفته شده در تحقیق

هدف از تحقیق کاربردی به دست آوردن درک یا دانش لازم برای تعیین ابزاری است که به وسیله آن نیازی مشخص و شناخته شده برطرف گردد. لذا تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی است. در روش پژوهش پس رویدادی هدف یافتن علت یا علل پدید آمدن حادثه یا رویداد است و محقق در تکاپوی شناسایی آن‌هاست. از آنجائی که به دنبال یافتن عوامل دیگر مؤثر بر سیاست تقسیم سود به نام ساختار مالکیت هستیم نوع روش تحقیق حاضر علی یا پس رویدادی می‌گردد. در این تحقیق تأثیر متغیرهای مستقل بر سود تقسیمی به دو صورت مورد بررسی قرار گرفته است، تأثیر هر کدام از متغیرها به طور جداگانه بر سود تقسیمی با استفاده از روش حداقل مربعات تلفیقی<sup>۱</sup> و تأثیر تعاملی متغیرهای ساختار مالکیت به همراه نوع صنعت به عنوان متغیر مجازی را بر سود تقسیمی با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته<sup>۲</sup> مورد ارزیابی قرار داده است. برای بررسی و آزمون معنی‌دار بودن معادله رگرسیون نیز از آماره F استفاده خواهیم نمود. با توجه به مدل‌های رگرسیونی معرفی شده در تحقیق، فرضیه‌های این آزمون به شرح زیر خواهد بود:

$$H_0 : \beta_0 = \beta_1 = \dots = \beta_k = 0$$

$$H_1 : \beta_0 = \beta_1 = \dots = \beta_k \neq 0$$

- 
1. Pooled least square
  2. Generalized least square



اگر فرضیه  $H_0$  صحیح باشد به این معنی است که هیچکدام از متغیرهای توضیحی بر تغییرات  $DR_t$  تأثیری ندارند و تغییرات، صرفاً تصادفی است. ولی اگر فرضیه  $H_1$  درست باشد به این مفهوم است که حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که در تغییرات (متغیر وابسته) مؤثر است. نحوه آزمون نیز بدین صورت است که آماره آزمون  $F$  را با مقدار بدست آمده از جدول  $F$  در سطح  $\alpha$  درصد و با درجه آزادی  $K$  و  $n - k - 1$  مقایسه می‌کنیم. اگر آماره آزمون بزرگتر از عدد بدست آمده از جدول باشد فرض  $H_0$  را رد می‌کنیم و نتیجه می‌گیریم که کل مدل رگرسیون تخمین زده شده معنی‌دار است.

#### ۵- اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

نماد	متغیر	شرح
DR	Dividend Ratio	$\left[ \frac{DPS}{EPS} \right]$ نسبت پرداخت سود
$DR_{t-1}$	Dividend Ratio	$\left[ \frac{DPS_{t-1}}{EPS_{t-1}} \right]$ نسبت پرداخت سود با یک وقفه
BO	Block ownership	اولین سهامداری که بیشترین مالکیت را دارد
IO	Institutional ownership	درصد سهام مالکان نهادی و سرمایه‌گذاران حقیقی با مالکیت بیش از ۵٪ سهام به استثناء مالک عمده
FF	Freefloat	درصدی از کل سرمایه شرکت است که از نتیجه کسر تعداد سهام غیر قابل معامله از کل سهام شرکت به دست می‌آید. سهام آزاد/ کل سهام
ROE	ROE	نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام
EPS	EPS	سود هر سهم
Type	Type	نوع صنعت

#### ۶- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق:

با توجه به ترکیب داده‌های مقطعی و سری زمانی برای انجام آزمون فرضیه‌های پژوهش، مجموعاً "تعداد ۳۲۵ مشاهده را تشکیل می‌دهند که آمارهای توصیفی مربوط به آن‌ها طی جدول زیر ارائه شده است.

جدول (۱): آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

توضیحات	BO	FF	IO	EPS	ROE	DPS/EPS
میانگین	۰/۵۰۴	۰/۲۱۹	۰/۶۱۹	۱۰۲۰/۴۱	۰/۴۳۴	۰/۷۳۹
میانه	۰/۵۱۰	۰/۲۰۰	۰/۷۳۰	۶۹۸/۰	۰/۳۶۰	۰/۸۰۰
حداکثر	۰/۹۲۵	۰/۷۰۰	۰/۹۹۰	۱۸۳۳۴/۰	۳/۴۰۰	۱/۹۸۰
حداقل	۰/۰۰۰	۰/۰۵۰	۰/۰۲۰	-۷۷۵	۰/۰۰۰	۰/۰۸۰
انحراف معیار	۰/۲۱۱	۰/۱۲۹	۰/۳۰۳	۱۳۰۸۷۷	۰/۳۸۶	۰/۲۷۵
ضریب چولگی	۰/۰۵۳	۱/۳۲۳	-۰/۵۶۳	۷/۷۱	۳/۹۸۷	-۰/۰۲۸
ضریب کشیدگی	۲/۸۳۰	۴/۷۷۶	۱/۸۶۸	۹۶/۶۴	۲۵/۳۴۲	۴/۳۲۸
تعداد مشاهدات	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵

مأخذ: یافته های تحقیق

## ۷- آزمون فرضیات پژوهش

### ۷-۱- آزمون فرضیه اول

فرضیه اصلی اول خود به سه زیر فرضیه فرعی تقسیم می گردد. بنابراین در ابتدا تأثیر هر یک از متغیرهای ساختار مالکیت را بر سیاست تقسیم سود را بررسی کرده و سپس در یک مدل رگرسیون چند متغیره به بررسی تأثیر همزمان هر سه متغیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود خواهیم پرداخت.

فرضیه فرعی اول: « وجود مالکان نهادی بر نسبت سود تقسیمی شرکت ها تأثیر معنی دار دارد».

مدل رگرسیونی که برای بررسی فرضیه فرعی اول استفاده می شود به صورت زیر است:

$$Model\ 1: DR_{it} = \beta_1 + \beta_2 IO_t + \beta_3 DR_{t-1} + \beta_4 ROE_t + \beta_5 EPS_t + \mu_0$$

جدول (۲): نتایج حاصله از مدل رگرسیون فرضیه فرعی اول

متغیر وابسته: نسبت سود نقدی به سود هر سهم				
متغیرهای مستقل	ضرایب $\beta$	خطای استاندارد	آماره t	احتمال (sig)
C	۰/۵۸۴۱	۰/۰۳۵	۱۶/۶۷۷	۰/۰۰۰
IO	۰/۰۱۲۰	۰/۰۷۴	۲/۱۶۱	۰/۰۵۳
DR(t-1)	۰/۱۳۷۶	۰/۰۲۶	۵/۲۹۰	۰/۰۰۰
ROE	۰/۱۰۲۷	۰/۰۴۲	۲/۳۹۲	۰/۰۱۷۳
EPS	-۹/۳۴	۱/۲۷	-۰/۰۷۳	۰/۹۴۱
F=۹/۴۳۱=آماره F ، ضریب تعیین = ۰/۱۰۹۴ ، ضریب تعیین تعدیل شده ، F=۹/۴۳۱=آماره F DW=۰/۸۰۵=آماره DW ، F=۱/۷۸۱=آماره F ، احتمال آماره F=۰/۰۰۰				

مأخذ: یافته‌های تحقیق

در این مدل متغیرهای ROE، DR(t-1)، C و IO معنی دار شده‌اند. همچنین ضرایب حاصله برای C و DR(t-1) هر دو با ۹۹ درصد اطمینان و متغیر ROE با ۹۵ درصد اطمینان معنی دار هستند، متغیر IO با داشتن رابطه مثبت با متغیر وابسته در سطح ۹۵ درصد اطمینان، از نظر آماری معنی دار می‌باشد. اما متغیر EPS با توجه به درصد احتمال بالای ۱۰ درصد، معنی دار نمی‌باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که ۱۰/۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای معنی دار شده در مدل توضیح داده می‌شود. مقدار احتمال آماره F نیز کوچکتر از یک درصد  $\alpha = 0/01$  بوده و از این رو مدل برازش شده با ۹۹ درصد اطمینان صحیح می‌باشد. در این مدل نیز ضرایب (DW) و -h دورین هر دو مؤید عدم وجود همبستگی پیاپی در مدل است.

فرضیه فرعی دوم: «وجود مالک عمده بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌ها تأثیر معنی دار دارد». مدل رگرسیونی که برای بررسی فرضیه فرعی دوم استفاده می‌شود به صورت زیر است:

$$Model\ 2: DR_t = \alpha_0 + \beta_1 BO_t + \beta_2 DR_{t-1} + \beta_3 ROE_t + \beta_4 EPS_t + \mu_0$$

جدول (۳): نتایج حاصله از مدل رگرسیون فرضیه فرعی دوم

متغیر وابسته: نسبت سود نقدی به سود هر سهم				
متغیرهای مستقل	ضرایب $\beta$	خطای استاندارد	آماره t	احتمال (sig)
C	۰/۵۲۵۳	۰/۰۴۳	۱۱/۹۵۴	۰/۰۰۰
BO	۰/۱۲۹۴	۰/۰۶۸	۱/۳۴۱	۰/۲۱۴
DR(t-1)	۰/۱۳۴۴	۰/۰۲۵	۵/۱۸۹	۰/۰۰۰
ROE	۰/۱۰۲۲	۰/۰۴۲	۲/۳۹۵	۰/۰۱۷
EPS	-۱/۴۵	۱/۲۶	-۰/۱۱۵	۰/۹۰۸
$F = ۱۰/۴۱۸$ ، $\text{ضریب تعیین} = ۰/۱۱۶$ ، $\text{ضریب تعیین تعدیل شده} = ۱۰/۴۱۸$ ، $\text{آماره F} = ۰/۰۰۰$ ، $\text{احتمال آماره F} = ۱/۸۳۱$ ، $\text{آماره (DW)} = ۰/۹۲۸$ ، $\text{آماره h-دوربین}$				

مأخذ: یافته های تحقیق

همانگونه که در جدول فوق ملاحظه می گردد در این مدل تنها متغیرهای ROE، DR(t-1) و عرض از مبدأ (C) هستند که معنی دار می باشند. متغیر BO علی رغم داشتن رابطه مثبت با متغیر وابسته، از نظر آماری تأیید نگردیده به طوری که آماره t مربوطه برابر ۱/۳۴۱ می باشد و لذا در منطقه قبول فرض صفر (یعنی کمتر از  $\pm ۱/۹۶$ ) قرار گرفته است و به دلیل اینکه میزان احتمال آن نیز بزرگتر از  $\alpha=۰.۰۵$  است از این رو با ۹۵ درصد اطمینان می توان گفت که بین نسبت سود نقدی به سود هر سهم و وجود مالک عمده رابطه معنی داری وجود ندارد. ضرایب عرض از مبدأ و نسبت سود نقدی به سود هر سهم یک دوره قبل هر دو با ۹۹ درصد اطمینان و ضریب ROE با ۹۵ درصد اطمینان معنی دار هستند. مقدار ضریب تعیین شده نشان می دهد که در حدود ۱۱/۶ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای یاد شده در مدل توضیح داده می شود. مقادیر مربوط آماره های دوربین واتسون (DW) و h-دوربین هم نشان از عدم وجود همبستگی پیاپی در مدل دارد. میزان آماره F نیز نشان می دهد که مدل یاد شده با ۹۹ درصد اطمینان معنی دار است.

فرضیه فرعی سوم: «نسبت سهام شناور آزاد بر سود تقسیمی شرکت ها تأثیر معنی دار دارد».

مدل رگرسیونی که برای بررسی فرضیه فرعی سوم استفاده می شود به صورت زیر است:

$$\text{Model 3: } DR_t = \beta_1 + \beta_2 FF_t + \beta_3 DR_{t-1} + \beta_4 ROE_t + \beta_5 EPS_t + \mu_0$$

جدول (۴): نتایج حاصله از مدل رگرسیون فرضیه فرعی سوم

متغیر وابسته: نسبت سود نقدی به سود هر سهم				
متغیرهای مستقل	ضرایب $\beta$	خطای استاندارد	آماره t	احتمال (sig)
C	۰/۶۶۴	۰/۰۳۹	۱۶/۸۴۹	۰/۰۰۰
FF	-۰/۳۲۱	۰/۱۱۱	-۲/۸۸۵	۰/۰۰۴
DR(t-1)	۰/۱۳۴	۰/۰۲۵	۵/۲۳۹	۰/۰۰۰
ROE	۰/۱۰۱	۰/۰۴۲	۲/۳۹۴	۰/۰۱۷
EPS	-۴/۱۰	۱/۲۵	-۰/۳۲۷	۰/۷۴۳
F ضریب تعیین = ۰/۱۳۱۱ ، ضریب تعیین تعدیل شده ، $F = ۱۱/۷۵۱$ آماره F احتمال آماره F = ۰/۰۰۰ ، $F = ۱/۷۹۳$ آماره (DW) ، $DW = ۰/۸۸۹$ آماره h-دوربین				

مأخذ: یافته‌های تحقیق

با توجه به خروجی حاصل از انجام رگرسیون مربوطه ملاحظه می‌گردد که به جزء متغیر EPS، بقیه متغیرها از نظر آماری، معنی‌دار هستند. هر دو متغیر FF، DR(t-1) و عرض از مبدأ (C) با ۹۹ درصد اطمینان و متغیر ROE با ۹۵ درصد اطمینان معنی‌دار می‌باشند. مقدار احتمال آماره F نشان می‌دهد (کوچکتر از  $\alpha = ۰.۰۱$ ) که مدل برازش شده با ۹۹ درصد اطمینان درست می‌باشد. ضرایب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در حدود ۱۳/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای معنی‌دار شده در مدل توضیح داده می‌شود. در این مدل نیز ضرایب (DW) و h-دوربین هر دو نشان از عدم وجود همبستگی پیاپی در مدل دارند.

**فرضیه اصلی اول:** «تأثیر ساختار مالکیت بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌ها معنی‌دار است».

بعد از بررسی فرضیه‌های فرعی، ارتباط سه متغیر را همزمان با سیاست تقسیم‌سود در یک مدل چند متغیره بررسی می‌نمائیم. مدل رگرسیونی که برای بررسی فرضیه اصلی اول استفاده می‌شود به صورت زیر است:

Model 4:

$$DR_t = \alpha_0 + \beta_1 BO_t + \beta_2 IO_t + \beta_3 FF_t + \beta_4 DR_{t-1} + \beta_5 ROE_t + \beta_6 EPS_t + \mu_0$$

جدول (۵): نتایج حاصله از مدل رگرسیون فرضیه اصلی اول

متغیر وابسته: نسبت سود نقدی به سود هر سهم				
متغیرهای مستقل	ضرایب $\beta$	خطای استاندارد	آماره t	احتمال (sig)
C	۰/۶۴۳	۰/۱۰۳	۶/۱۹۴	۰/۰۰۰
BO	-۰/۰۳۲	۰/۱۰۴	-۰/۳۸۶	۰/۶۹۹
IO	۰/۰۱۷	۰/۱۰۶	۲/۱۶۲	۰/۰۸۷
FF	-۰/۳۰۶	۰/۱۵۴	-۱/۹۲۸	۰/۰۴۰
DR(t-1)	۰/۱۳۳	۰/۰۲۵	۵/۱۸۷	۰/۰۰۰
ROE	۰/۱۰۱	۰/۰۴۲	۲/۳۹۱	۰/۰۱۷
EPS	-۳/۸۳	۱/۲۶	-۰/۳۰۴	۰/۷۶۱
$F = ۰/۱۴۲۶ =$ ضریب تعیین ، $t = ۰/۱۳۴۹ =$ ضریب تعیین تعدیل شده ، $F = ۸/۸۷۸ =$ آماره F $h = ۰/۰۰۰ =$ احتمال آماره F ، $DW = ۱/۷۵۸ =$ آماره (DW) ، $h = ۰/۸۲۱ =$ آماره h-دوربین				

مأخذ: یافته‌های تحقیق

همانگونه که ملاحظه می‌گردد در این مدل متغیرهای FF (سهام شناور آزاد) و ROE (نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام) با ۹۵ درصد اطمینان و IO با ۹۰ درصد اطمینان معنی دار گردیده اند. علی رغم تأیید علامت ضریب بدست آمده با ماتریس همبستگی برای متغیر BO، ملاحظه می‌گردد که میزان احتمال متغیر بزرگتر از  $\alpha = ۱۰\%$  بوده و از این رو از نظر آماری تأیید نمی‌شود. ضرایب بقیه متغیرها یعنی DR(t-1) و عرض از مبدأ (C) هر دو با ۹۹ درصد اطمینان معنی دار می‌باشند. با توجه به مقدار آماره F و میزان احتمال آن که کوچکتر از  $\alpha = ۰.۰۱$  است، ملاحظه می‌گردد که مدل یاد شده در کل معتبر بوده و با ۹۹ درصد اطمینان معنی دار است. ضرایب حاصل از آماره دوربین واتسون و h-دوربین نیز مجدداً نشان از عدم وجود همبستگی پیاپی در مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده در مدل نشان می‌دهد که در  $۱۳/۵$  درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل معنی دار شده در مدل توضیح داده می‌شود. و لذا در مجموع می‌توان چنین استنباط نمود که از مجموع سه متغیری که نشان دهنده وضعیت مالکیت در شرکت‌های مورد بررسی است متغیرهای سهام شناور آزاد (FF) ارتباط معکوس و معنی‌دار و متغیر (IO) ارتباط مستقیم و معنی‌داری با نسبت پرداخت سود دارند.

## ۲-۲- آزمون فرضیه اصلی دوم و نتایج حاصله :

در این آزمون سعی می‌گردد که تأثیر تعاملی ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف مورد بررسی قرار گیرد و از این رو مدلی به شرح زیر مورد ارزیابی قرار خواهد گرفت.

فرضیه اصلی دوم: «تأثیر تعاملی ساختار مالکیت بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌ها در صنایع مختلف متفاوت است».

Model5:

$$DR_t = \beta_0 + \beta_1 BO_t + \beta_2 IO_t + \beta_3 FF_t + \beta_4 DR_{t-1} + \beta_5 BO_t * IO_t + \beta_6 BO_t * FF_t + \beta_7 IO_t * FF_t + \prod_{i=1}^n \beta_8 TYPE_i + \beta_9 ROE_t + \beta_{10} EPS_t + \mu_0$$

به منظور بررسی صحت فرضیه فوق به شرح زیر اقدام و نتایجی به شرح ذکر شده حاصل گردید. در ابتدا به منظور انتخاب مدل و روش مناسب تخمین و با توجه به اینکه در این مدل تعداد ۲۰ متغیر مجازی (صنعت) وجود خواهد داشت، جهت جلوگیری از ایجاد همخطی در مدل از روش اثرات ثابت استفاده ننموده و با توجه به نتایج مربوط به روش اثرات مشترک و اثرات تصادفی، نتیجه‌گیری و اقدام شده است. در روش اثرات ثابت بهتر است از متغیر مجازی استفاده نکرد، چرا که با متغیرهای مجازی که برای عرض از مبدأ در این مدل به کار برده شده همخطی پیدا می‌کنند. در این مدل نیز بعد از تخمین مدل با هر دو روش اثرات مشترک و اثرات تصادفی، اقدام به محاسبه آزمون LM نمودیم. مقدار محاسبه شده آزمون برابر ۸۴/۹۰۶ می‌باشد و با توجه به مقدار بحرانی آماره خی دو ( $\chi^2$ ) با درجه آزادی یک که برابر ۳/۸۴۲ می‌باشد ملاحظه می‌شود که مقدار محاسبه شده مجدداً بزرگتر از مقدار جدول بوده و از این رو بایستی مدل اثرات تصادفی انتخاب و نتایج حاصله تفسیر گردد. نتایج حاصل از تخمین‌ها به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول (۶): نتایج حاصله از مدل رگرسیون فرضیه اصلی دوم

متغیر وابسته: نسبت سود نقدی به سود هر سهم		
مدل اثرات تصادفی	مدل اثرات مشترک	متغیرها
۰/۳۸۶ (۱/۷۶۸)*	۰/۳۷۱ (۱/۷۸۶)*	C
۰/۰۷۲ (۱/۸۳۶)*	۰/۰۹۳ (۲/۰۵۷)**	ROE
-۹/۹۴ (-۰/۷۷۵)	-۸/۰۳ (-۰/۶۱۱)	EPS
۰/۱۱۰ (۴/۳۲۰)***	۰/۱۱۲ (۴/۲۴۴)***	DR <sub>t-1</sub>
۰/۰۷۰ (۰/۳۲۴)	۰/۰۸۷ (۰/۴۲۲)	BO
۰/۱۸۷ (۱/۸۷۶)*	۰/۱۵۴ (۲/۴۱۰)*	IO
۰/۰۵۵ (۱/۷۱۳)*	۰/۰۶۴ (۱/۸۸۴)**	FF
۰/۰۹۷ (-۰/۱۹۷)	-۰/۰۶۲ (-۰/۱۳۰)	BO*IO
۰/۱۱۹ (۲/۱۹۷)*	۰/۱۶۹ (۲/۷۶۱)*	BO*FF
-۰/۹۹۱ (-۳/۹۳۱)**	-۱/۲۹۶ (-۲/۷۲۹)**	IO*FF
۰/۲۳۲ (۱/۷۷۴)*	-۰/۲۲۴ (۱/۸۴۰)*	Dum4
۰/۲۷۶ (۱/۸۹۷)**	۰/۲۶۱ (۱/۹۳۹)**	Dum9
۰/۲۵۰ (۱/۷۹)**	۰/۲۳۵ (۱/۶۱۸)	Dum13
۰/۳۵۲ (۲/۰۰۶)**	۰/۳۲۴ (۱/۰۲۵)	Dum17
۰/۲۸۱ (۰/۱۲۴)	۰/۲۷۹ (۱/۶۶۹)*	Dum19
۰/۲۳۵	۰/۱۹۶	مقدار آماره R (ضریب تعیین تعدیل شده)
۱/۸۱۸	۱/۸۵۳	آماره دوربین واتسون (DW)
۰/۹۰۲	۱/۴۶۱	آماره h- دوربین
-	۲/۵۹۰	آماره F مدل

توضیحات: علامت \*\*\* معنی داری در سطح ۹۹ درصد اطمینان، علامت \*\* معنی داری در سطح ۹۵ درصد اطمینان، علامت \* معنی-داری در سطح ۹۰ درصد اطمینان، بدون علامت ستاره عدم معنی داری، اعداد داخل پرانتز نشانگر آماره t می باشد.



نتایج حاصله مبین آن است که علاوه بر عبارت عرض از مبدأ (C)، تعداد ۷ متغیر دیگر از منظر آماری معنی‌دار شده و با متغیر وابسته ارتباط منفی و یا مثبت دارند. بر اساس نتایج حاصله، متغیرهای IO و ROE، FF و متغیر مجازی صنایع گروه چهارم Dum4 (صنعت خودرو و ساخت قطعات فلزی)، با سطح اطمینان ۹۰ درصد ارتباط معنی‌دار مثبتی با متغیر وابسته دارند. چهار متغیر دامی دیگر با نام‌های Dum9 (صنعت استخراج کانه‌های فلزی)، Dum13 (صنعت محصولات غذایی بجز قند و شکر)، Dum17 (صنعت محصولات کاغذی)، Dum19 (صنعت قند و شکر)، نیز رابطه مثبتی با متغیر وابسته داشته و این ارتباط با ۹۵ درصد اطمینان معنی‌دار می‌باشد. لذا رابطه مستقیمی بین متغیر نوع صنعت و سیاست تقسیم سود وجود دارد و لذا نوع صنعت می‌تواند اثر تعدیل‌کننده‌ای بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و متغیرهای مالکیتی داشته باشد. همانگونه که ملاحظه می‌گردد در این مدل از میان متغیرهای تعاملی دو متغیر (BO\*FF) و (IO\*FF) معنی‌دار که متغیر (BO\*FF) ارتباط مثبت اما متغیر (IO\*FF) ارتباط معکوسی با متغیر وابسته از خود نشان می‌دهند. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نشان می‌دهد که نزدیک به ۲۳/۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای معنی‌دار شده در مدل توضیح داده می‌شود. هر دو آماره دوربین واتسون و h- دوربین نیز نشان از عدم وجود مشکل خود همبستگی پیاپی در مدل است. برای بررسی معنی‌دار بودن کل رگرسیون نیز در اینجا مجدداً از آزمون والد استفاده می‌نمائیم. مقدار آماره خی دو ( $\chi^2$ ) محاسبه شده برابر ۳۵۲/۳۷۴ می‌باشد. در سطح معنی‌داری یک درصد، این آماره برابر ۴۸/۳ می‌باشد. لذا متغیرهای الگو به صورت مشترک در توضیح علت تغییرات متغیر وابسته سهم می‌باشند. بدین ترتیب فرضیه دوم نیز تأیید گردیده و تأثیر تعاملی ترکیب اعضای هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف معنی‌دار و متفاوت می‌باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می‌تواند اثر تعدیل‌کننده‌ای بر رابطه بین متغیرهای ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود داشته باشد.

### نتیجه‌گیری

در این پژوهش تأثیر متغیرهای ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود و تأثیر تعاملی آنها در صنایع مختلف با برآورد مدل رگرسیون چند گانه به روش داده‌های پانل با توجه به فرضیه‌های تحقیق مورد آزمون قرار گرفت. این بررسی با استفاده از متغیرهای ساختار مالکیت (مالکیت حقوقی، مالک عمده، سهام شناور آزاد) و سیاست تقسیم سود (نسبت پرداخت سود) صورت گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که از بین سه متغیر ساختار مالکیت، متغیر BO (مالک عمده) رابطه معنی‌دار با

سود تقسیمی حاصل نکرد لذا چنین به نظر می‌رسد که نقش مؤثری در توزیع سود ایفاء نمی‌کند. اما متغیرهای IO (مالکان حقوقی) و FF (سهام‌شاور آزاد) رابطه معنادار که به ترتیب مثبت و منفی با سود تقسیمی دارند و از این رو چنین به نظر می‌رسد که با افزایش تعداد مالکان حقوقی، نسبت سود تقسیمی نیز افزایش می‌یابد و بر عکس، در صورتی که با افزایش سهام‌شاور آزاد میزان سود تقسیمی (DR) کاهش می‌یابد و بر عکس. در فرضیه دوم تأثیر تعاملی متغیرهای ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف (که به عنوان متغیر مجازی در تحقیق در نظر گرفته شدند) آزمون گردید. نتایج نشان داد که فرضیه دوم تأیید گردیده و تأثیر تعاملی ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف معنی‌دار و متفاوت می‌باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می‌تواند اثر تعدیل‌کننده‌ای بر رابطه بین متغیرهای ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود داشته باشد. ضمناً از آنجا که سهام‌شاور آزاد نشان‌دهنده وجود سهامداران جزء می‌باشد، با توجه به نتایج آزمون فرضیه دوم مشخص گردید سهامداران جزء هرچه بیشتر می‌شوند باعث مؤثر شدن نقش سهامداران بلوکی در تقسیم سود می‌شوند در حالیکه نقش سهامداران جزء بر تأثیرگذاری سهامداران حقوقی در تقسیم سود معکوس می‌باشد. در واقع سهامداران حقوقی تأثیر مثبت بر تقسیم سود دارند و زمانیکه سهامداران جزء در ساختار مالکیت متعدد می‌گردند، تأثیر سهامداران حقوقی بر تقسیم سود منفی می‌گردد که آن هم به نظر می‌رسد به دلیل جلوگیری از فشارهای زیاد آتی آنها باشد.

Archive of SID

## منابع و مأخذ:

۱. اژدر، محسن، (۱۳۸۷)، «بررسی تأثیر سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت‌ها بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد مبارکه.
۲. بابایی زکلیگی محمدعلی، ژیلا احمدوند، (۱۳۸۷)، «بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران»، مجله تحقیقات مالی، شماره ۲۶، صفحه ۴۱ تا ۶۰.
۳. حساس یگانه، یحیی، محمد مرادی و هدی اسکندر، (۱۳۸۷)، «بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، زمستان، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.
۴. جهان‌خانی، علی، سعید قربانی، (۱۳۸۴)، «شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار»، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، صفحه ۲۷-۴۸.
۵. خدادادی، ولی و ولی‌الله آقاجری، (۱۳۸۸)، «ارزیابی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت و سیاست‌های سود سهام در ایران»، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۲، صفحه ۱۰۶-۱۲۶.
۶. سلمن، جیل و آریس سلمن، (۱۳۸۴)، «نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی»، ترجمه یحیی حساس یگانه و امیر پوریا نسب، ماهنامه حسابداری، سال ۱۹، شماره ۴، صفحه ۲۵-۶۵.
۷. قنبری، فرحناز، (۱۳۸۶)، «بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء (س).
۸. گرمودی لطف‌آبادی بابک، (۱۳۸۴)، «بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر سیاست سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.
۹. مرادی، محمد، (۱۳۸۶)، «بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۱۰. مشایخ، شهناز و مریم اسماعیلی، (۱۳۸۵)، «بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، صفحه ۲۵-۴۴.

۱۱. مهران، ساسان و عبدالرضا تالانه، (۱۳۷۷)، «تقسیم سود در شرکت ها»، حسابدار، شماره ۱۲۵.
۱۲. نمازی محمد و احسان کرمانی، (۱۳۸۷)، «تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صفحه ۸۳ تا ۱۰۰.
۱۳. نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر، (۱۳۸۴)، «بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد»، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صفحه ۹۷-۱۲۴.
14. Abdelsalam.O, A.Elmasry,&S. Elsegini,(2008),« Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market», *Managerial Finance*, Vol. 34 No. 12,pp. 953-964
15. Alwi.S,(2009),«Dividend and Debt Policy as Corporate Governance Mechanism:Indonesian Evidence»,*Jurnal pengurusan*,vol 29 pp 111-127
16. Berle, A A& Means.G.C,(1932),«The Modern Corporation and Private Property New York », Macmillan Publishing Co.
17. Farinha.J,(2002),«Dividend Policy, Corporate Governance And The Managerial Entrenchment Hypothesis:An Empirical Analysis»,*Dividend Policy and Managerial Entrenchment*,pp1-42
18. Frankfurter.G.M,Bob G&Wood Jr.(2002),«Dividend policy theories and their empirical tests»,*International Review of Financial Analysis*,vol 11,pp 111-138.
19. González.M, Molina.C.A&Pablo.E,(2010),«Dividend Policy and Ownership Structure in Latin America», *Universidad de los Andes (UNIANDES)*,Vol 21,pp 1-20.
20. Harada.K&Nguyen.P,(2006),«Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan», [www.SSRN.com](http://www.SSRN.com),PP1-24.
21. Jensen.M,&Meckling.W,(1976),«Theory of The Firm:Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure»,*Journal of Financial Economics*, vol 3, pp305-360.
22. Jensen.M,(1986),« Agency Costs of Free Cash Flow,Corporate Finance,and Takeovers»,*The American Economic Review*,vol 76,no 2,pp 323-329.

23. Kouki.M,& Guizani.M,(2009),«Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market», European Journal of Scientific Research, Vol.25 No.1 pp.42-53.
24. Manos.P,(2002),«Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms»,pp 1-27 ([www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)).
25. Ross.S.A,(1973),«The Economic Theory of Agency: The Principal's Problems», American Economic Review LXII (May),pp134-139.
26. Solomon, J& Solomon. A,(2005), «Corporate Governance and Accountability», John Wiley & Sons, LTD, England, pp1-27.
27. Sterk, W. E., & Vanderberg, P. A. (1990). «The Market Valuation of Cash Dividends and the Tax Differential Theory of Dividend Policy: a Case Revisited», Financial Review, vol 25,pp441-455

Archive of SID