

فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۹۲، پاییز ۱۳۹۸، ۱۳۹-۱۱۳

## ارتباط تمرکز و قدرت بازار محصول با سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

روزیتا خیرخواه\*

عبدالرضا اسعدی\*\* احمد زنده‌دل\*\*\*

پذیرش: ۹۷/۵/۲۰

دریافت: ۹۶/۹/۱۸

تمرکز بازار / قدرت بازار / رقابت بازار / سیاست تقسیم سود / نسبت سود تقسیمی

### چکیده

سیاست تقسیم سود از جمله سیاست‌های مالی مهم شرکت‌ها است که به دلیل اثرگذاری آن بر خط‌مشی‌های تامین مالی و سرمایه‌گذاری همواره مورد توجه محققین بوده است. نوع سیاست تقسیم سود از یکسو به وضعیت عملکرد شرکت و ویژگی‌های مالی و از سوی دیگر به قوانین حاکم بر بازار سرمایه و ویژگی‌های حاکمیتی شرکت‌ها مربوط است که در این میان جایگاه و توان یک شرکت در تاثیرگذاری بر بازار صنعت از جمله عوامل مهم قلمداد می‌شود. از این رو این پژوهش به دنبال بررسی ارتباط بین تمرکز و قدرت بازار محصول با سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است. در این تحقیق از شاخص تعدیل شده لرنر، برای سنجش قدرت بازار و از شاخص هرفیندال هیریشمن به عنوان معیار تمرکز بازار استفاده شده و تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش

\* کارشناس ارشد مدیریت مالی، گروه مدیریت، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران

\*\* استادیار مدیریت مالی، گروه مدیریت، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران

Abdorrezasadi@yahoo.com

\*\*\* استادیار آمار کاربردی، گروه ریاضی و آمار، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران

■ عبدالرضا اسعدی، نویسنده مسئول.

براساس روش داده‌های تابلویی و آزمون مدل‌های رگرسیون لجستیک و چند متغیره انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری میان قدرت و تمرکز بازار محصول و تصمیم به تقسیم سود شرکت‌ها وجود دارد. همچنین رابطه بین قدرت و تمرکز بازار محصول و نسبت سود تقسیمی نیز معنادار است. این بدان معنی است که با افزایش قدرت و تمرکز بازار محصول، تمایل شرکت‌ها به تقسیم سود نیز افزایش می‌یابد.

**طبقه‌بندی JEL: G35, G32, G21, G11, D53, C58**

## مقدمه

سیاست تقسیم سود شرکت‌ها به عنوان یکی از مهمترین سیاست‌های مالی شناخته شده است که مدیران با آن روبرو هستند. بریلی و مایرزا<sup>۱</sup> سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را به عنوان یکی از ده مساله مهم و هنوز حل نشده مباحث مالی شرکت‌ها معرفی کرده‌اند. اهمیت این سیاست مالی نه تنها به دلیل میزان مبالغ مرتبط با آن بلکه به دلیل ماهیت تکراری آن و تاثیری است که می‌تواند بر سایر سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بگذارد. برای مثال یکی از دلایل اهمیت آن تاثیری است که بر ساختار سرمایه شرکت و منابع مالی داخلی مورد استفاده برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری خواهد داشت، چون با افزایش سود تقسیمی شرکت‌ها مجبور به افزایش بدهی‌ها و استفاده از منابع مالی خارجی جهت اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود خواهند بود.

مطالعات گذشته نشان می‌دهند که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از کشوری به کشور دیگر می‌تواند متفاوت باشند، مخصوصاً این تفاوت بین بازار کشورهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور<sup>۲</sup> بیشتر نمایان می‌شود. گلن و همکاران<sup>۳</sup> دریافتند که سیاست تقسیم سود در بازارهای نوظهور متفاوت از بازارهای توسعه یافته است. آنها بیان می‌کنند که نسبت‌های تقسیم سود شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه تقریباً معادل دو سوم چیزی است که در کشورهای توسعه یافته وجود دارد. رامچاران<sup>۴</sup> نیز بازده‌های نقدی پایینی را در بازارهای نوظهور مشاهده کرده است. در واقع چون شرکت‌ها در بازارهای نوظهور با محدودیت‌های تامین مالی بیشتری برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود مواجه هستند، طبیعتاً به منابع سودهای داخلی خود اتکاء بیشتری دارند و به این جهت سعی می‌کنند سودهای کمتری را بین سهامداران خود تقسیم کنند. همچنین نتایج برخی پژوهش‌ها نشان داده است که پرداخت سود سهام در میان گروه کوچکی از شرکت‌هایی که سود آنها به طور قابل توجهی طی این مدت افزایش داشته، متمرکز شده‌اند.<sup>۵</sup>

با توجه به شرایط خاصی که بر بازارهای منطقه خاورمیانه به ویژه بازار سرمایه ایران

1. Brealy & Myers (2005).

2. Emerging Markets

3. Glen, Karmokoiias, Miller, & Shah (1995).

4. Ramcharran (2001).

5. DeAngelo & DeAngelo (2004).

حاکم است، بررسی سیاست‌های مالی و تقسیم سود شرکت‌ها ضرورتی مضاعف می‌یابد. این شرایط خاص مواردی را چون شرایط و ریسک‌های سیاسی، وابستگی به درآمدهای نفتی، دخالت دولت‌ها در اقتصاد و بازار سرمایه، حاکمیت برخی شرکت‌های بزرگ در صنایع و محوریت بانک‌ها بر تخصیص منابع در بر می‌گیرد که می‌توانند بر سیاست‌های تامین مالی و تقسیم سود شرکت‌ها تأثیرگذار باشند. پژوهش حاضر به دنبال آن است که به بررسی ارتباط بین قدرت و تمرکز بازار محصول با سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازد.

## ۱. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سیاست تقسیم سود شرکت‌ها یکی از مهم‌ترین سیاست‌های مالی است که همواره مورد توجه محققان و مدیران اجرایی قرار داشته و به لحاظ تأثیرگذاری بر ارزش شرکت‌ها و ثروت سهامداران توجه بسیاری را به خود جلب کرده است. منظور از سیاست تقسیم سود در وهله اول این است که آیا مدیران شرکت‌ها تصمیم به توزیع منابع داخلی در قالب تقسیم سود بین سهامداران اتخاذ می‌کنند یا ترجیح می‌دهند آن را برای تامین مالی فرصت‌های رشد آتی به کار گیرند. سپس در صورت تصمیم به تقسیم سود، چه نسبتی از سود را و چگونه بین سهامداران تقسیم می‌کنند و چه نسبتی را به عنوان سود انباشته جهت تامین مالی رشد خود نگهداری کنند.

تحقیقات پیشین نشان دادند که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در طی زمان و همچنین از کشوری به کشور دیگر می‌تواند متفاوت باشد. این تفاوت‌ها به عوامل و شرایط مختلفی مرتبط است که بر تصمیمات و عملکرد شرکت‌ها اثر می‌گذارد. برخی از این عوامل می‌توانند شامل عوامل خارج از شرکت مانند شرایط و وضعیت اقتصادی، قوانین و مقررات حاکم، ساختار بازارها، منافع ذینفعان کنترل‌کننده شرکت‌ها و عملکرد بازارهای مالی و... باشند و برخی دیگر به عوامل داخلی شرکت‌ها مانند ساختار سرمایه، توان عملیاتی، میزان سودآوری، ساختار مالکیت، میزان نقدینگی و قدرت شرکت در بازار صنعت مربوط می‌شوند.

یکی از مهمترین شرایط خاص بازار ایران که آن را از بازارهای توسعه یافته متمایز می‌کند، حاکمیت نسبی دولت بر اقتصاد است که تاثیر مهمی نیز بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها دارد. این مساله باعث شده بخش‌های مهم اقتصادی و بسیاری از شرکت‌ها و بنگاه‌های بزرگ به نوعی توسط دولت و نهادهای شبه‌دولتی اداره و کنترل شده به گونه‌ای که تعدادی از این شرکت‌های بزرگ، سهم قابل توجهی از ارزش بازار سرمایه و همچنین بازار صنعت را در اختیار داشته و خود در جایگاه شرکت‌های مادر و حاکم بر صنعت کنترل شرکت‌های بسیاری را نیز در اختیار دارند. در این زمینه می‌توان به شرکت‌هایی در صنایع خودروسازی، فولاد، پتروشیمی و هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری اشاره کرد. این شرکت‌ها اولاً به دلیل شهرت و اعتبار و دسترسی آسان‌تر به منابع مالی بازار سرمایه، تمایل بیشتری به تقسیم سودهای به‌دست آمده خواهند داشت. ثانیاً بدلیل مالکیت بر سایر شرکت‌های صنعت و قدرت بازاری بالاتر قادرند بر تصمیمات و سیاست‌های مالی دیگر شرکت‌ها نیز تاثیرگذار باشند.

قدرت بازار یک شرکت را می‌توان به مفهوم توانایی آن شرکت در تغییر قیمت محصول از قیمت رقابتی در راستای افزایش سود تعبیر کرد. فرآیند اعمال قدرت در بازارهای مختلف متفاوت بوده و به ساختار بازار مربوط می‌شود. تحلیلگران مالی قدرت بازار محصول را عاملی مهم در ارزیابی چشم‌اندازهای یک شرکت می‌دانند. به عبارت دیگر قدرت بازار عبارت است از توانایی یک شرکت در قیمت‌گذاری محصولات بالاتر از سطوح قیمت رقابتی در صنعت. قدرت بازار موجب انتقال بخشی از رفاه از مصرف‌کنندگان به تولیدکنندگان از طریق اختصاص نامناسب منابع و کاهش رفاه عمومی می‌شود. وجود پتانسیل‌های به کارگیری قدرت بازار، رقابت‌پذیری بازار که شالوده تکامل و رشد هر محیط اقتصادی است را کاهش می‌دهد. بعضی از اقتصاددانان قدرت بازار را توانایی تغییر قیمت‌ها از سطح رقابتی به قیمت‌های غیر رقابتی و سودآور تعریف می‌کنند.<sup>۱</sup> استدلال‌هایی وجود دارند که بیان‌کننده وجود پیوندی بالقوه بین قدرت بازار محصول و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها است. قدرت قیمت‌گذاری با سودآوری بالاتر این امکان را به شرکت می‌دهد تا اولاً در صورت بروز شوک‌های اقتصادی و بازار از حاشیه سود بالاتری بهره‌مند باشد و ثانیاً

۱. مشکی میاوقی و دلیریان (۱۳۹۴)، ص ۹.

۲. ربیعی، ممی پور و حیدری (۱۳۹۵)، ص ۷۷.

با درآمد فروش بیشتر نسبت به سایر شرکت‌های رقیب سود بیشتری برای تقسیم بین صاحبان سهام در اختیار داشته باشد<sup>۱</sup>.

همانطور که پیشتر اشاره شد، عوامل مختلفی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیرگذار است و در پژوهش‌های مختلفی به این عوامل اشاره شده است. از جمله عوامل مهم موثر بر تصمیم شرکت‌ها به تقسیم سود و نیز نسبت سود تقسیمی می‌توان به سودآوری فعالیت‌های شرکت اشاره کرد<sup>۲</sup>. شرکت‌هایی که از سودآوری بالاتری برخوردارند مطابق نظریه علامت‌دهی<sup>۳</sup> تقسیم سود، تمایل دارند وضعیت عملکرد مناسب خود را از طریق تقسیم سود بین سهامداران به بازار سرمایه منتقل کنند و در نتیجه سیاست تقسیم سود بالاتر را انتخاب می‌کنند. بنابراین شرکتی که در یک صنعت توان عملیاتی بالاتری داشته، در زنجیره تأمین صنعت نقش تأمین‌کننده منابع را دارد و از حمایت‌های بیشتری نیز برخوردار است، به عنوان شرکت مادر و پیشرو، قدرت بازار بالاتری نیز در قیمت‌گذاری محصولاتش دارد و به دلیل بهره‌مندی از درآمد فروش بیشتر و حاشیه سود بالاتر طبیعتاً تمایل بیشتری به تقسیم سود میان سهامداران خواهد داشت. در نتیجه یکی از عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود را می‌توان قدرت بازار شرکت دانست. شاخص‌های مختلفی برای سنجش قدرت بازاری یک شرکت وجود دارند که در دو گروه شاخص‌های ساختاری مانند شاخص عرضه باقیمانده<sup>۴</sup> و شاخص‌های رفتاری مانند شاخص لرنر قرار می‌گیرند که براساس پژوهش‌های پیشین<sup>۵</sup> قدیمی‌ترین و معتبرترین شاخص اندازه‌گیری قدرت بازار، همان شاخص لرنر تعدیل شده می‌باشد.

یکی دیگر از معیارهای بررسی وضعیت رقابت و انحصار و ساختار بازار هر صنعت، درجه تمرکز<sup>۶</sup> است. تمرکز در بازار به معنی چگونگی توزیع بازار محصول بین شرکت‌های مختلف در یک صنعت است. به عبارت دیگر، تمرکز بازار دلالت بر آن دارد که چه میزان از کل تولیدات بازار یک محصول در اختیار تعداد محدودی از شرکت‌های صنعت

1. Datta et al. (2013).

2. Booth & Zhou (2015).

3. Signalling Theory

۴. ناظمی و همکاران (۱۳۹۰)، ص ۳۴.

۵. ربیعی و همکاران (۱۳۹۵)، ص ۸۳.

6. Concentration Ratio

مربوطه است. طبیعی است هرچه تعداد بنگاه‌های یک صنعت کمتر باشد آن صنعت از تمرکز بیشتری برخوردار است.<sup>۱</sup> با نگاهی به وضعیت شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران می‌توان دریافت که در صنایع مهمی چون پتروشیمی، فولاد، خودروسازی و واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری و... تعدادی شرکت‌های بزرگ سهم عمده فروش در صنعت مربوطه را در اختیار داشته و عملاً تمرکز بازار در اختیار تعداد محدودی از این نوع شرکت‌ها است. این دسته از شرکت‌ها همانطور که پیشتر نیز اشاره شد، به دلیل تسلط بر بازار از درآمدهای فروش بالاتری در مقایسه با سایر شرکت‌های صنعت برخوردارند، توانایی دسترسی به منابع مالی بازار سرمایه را نیز دارند، بنابراین انتظار می‌رود بیش از سایر شرکت‌ها انگیزه تقسیم سودهای حاصله را از خود نشان دهند. برای سنجش تمرکز بازار نیز می‌توان از شاخص‌هایی نظیر نسبت تمرکز، هانا-کی<sup>۲</sup>، آتروپی و هرفیندال-هیریشمن استفاده کرد. این شاخص اخیر توسط اریس سی هرفیندال<sup>۳</sup> معرفی گردید. این شاخص، می‌تواند چگونگی توزیع اندازه بازار بین بنگاه‌های موجود و نوع ساختار بازار را بهتر از سایر شاخص‌ها مشخص کند.

با توضیحات فوق می‌توان دریافت که شرکت‌های بزرگ و پیشرو با افزایش قدرت بازار و تمرکز خود قادرند، سهم بازار بیشتری از فروش محصولات با قیمت‌های سودآورتر را به خود اختصاص دهند و با کسب سودهای بالاتری انتظار می‌رود مدیران این شرکت‌ها جهت افزایش منافع مطمئن صاحبان سهام و کسب منافع آتی برای خود بیشتر به سیاست تقسیم سود روی بیاورند. به این معنی که اولاً تصمیم به تقسیم سود و توزیع منابع داخلی بین سهامداران اتخاذ کنند و ثانیاً به نسبت‌های سود تقسیمی بالاتر تمایل نشان دهند.

بینر و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی تحت عنوان رقابت در بازار محصول، مشوق‌های مدیریتی و ارزش‌گذاری شرکت به بررسی ارتباط میان رقابت در بازار محصول و عملکرد شرکت‌ها پرداختند و دریافتند که رابطه معکوس بین آنها وجود دارد و با افزایش رقابت عملکرد شرکت‌ها رو به کاهش می‌گذارد. به این معنی که با افزایش رقابت در بازار محصول، ارزش شرکت رو به کاهش می‌گذارد. آنها علاوه بر این ارتباطی غیرخطی بین

1. Davies (1980).

2. Hanna-Kay Index

3. Herfindal

4. Beiner et al. (2011).

شدت رقابت در بازار محصول و دوام مشوق‌های مدیریتی مشاهده نمودند.

پورحیدری و دلداری (۱۳۹۱)، در پژوهشی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیونی توییت استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری نسبت به شرکت‌های مستقل سود کمتری بین سهامداران خود توزیع می‌کنند. همچنین، نتایج حاکی از آن بود که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌ها (غیرمتنوع) سود بیشتری بین سهامدارانشان توزیع می‌کنند.

اسعدی و اولادی (۲۰۱۵) به بررسی عوامل پویای مؤثر بر تقسیم سود شرکت‌های مستقل و وابسته به دولت در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند نتایج آنها نشان داد که مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده سود تقسیمی سهام، ریسک بازار با ارتباط منفی، به همراه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، اندازه شرکت، سودآوری، نسبت تقسیم سود سال قبل، سهم ارزش بازار و مالکیت اکثریت با ارتباط مثبت هستند در حالی که متغیر مالکیت شرکتی دارای اثری منفی و معنی‌دار است.

موحد مجد (۱۳۹۲) به بررسی ارتباط بین ساختارهای رقابتی بازار و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها با در نظر گرفتن پنج بعد رقابتی بودن بازار (تمرکز صنعت، قابلیت جانشینی محصول، اندازه بازار، موانع ورود به بازار و تعداد شرکت‌های فعال) پرداخت. آزمون فرضیه‌ها به روش داده‌های ترکیبی بیانگر این بود که قابلیت جانشینی محصولات و اندازه بازار دارای رابطه مثبت و معنادار با تقسیم سود می‌باشد و بین سایر ابعاد رقابت و تقسیم سود ارتباط معناداری مشاهده نشد. فرضیه کلی پژوهش نیز که با استفاده از نمره رقابت آزمون شد، ارتباطی مثبت اما غیر معنادار را نشان داد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی فقط سودآوری ارتباط معناداری با سیاست تقسیم سود نشان داد.

فسو<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر ساختار سرمایه و رقابت در بازار محصول بر عملکرد شرکت پرداخت. نتایج بررسی‌های وی نشان داد که ارتباطی مستقیم و معنادار بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت وجود دارد، اما رقابت در بازار محصول تأثیری بر عملکرد شرکت

1. Fosu (2013).



نداشته است. البته متغیر رقابت در بازار محصول به عنوان متغیری تعدیلگر تأثیر مثبت ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت را می‌افزاید.

شیسیان (۱۳۹۳) در پژوهش خود به بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. در این تحقیق او با بهره‌گیری از داده‌های سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۸۵ و با استفاده از مدل رگرسیون به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخت. در این پژوهش سود تقسیمی در دو گروه شرکت‌های فعال در صنایع با رقابت کم و صنایع با رقابت زیاد مورد مقایسه گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که اولاً افزایش شاخص هرفیندال-هیرشمن اثری معکوس بر نسبت سود سهام به فروش دارد. ثانیاً افزایش شاخص هرفیندال-هیرشمن اثری معکوس بر نسبت سود سهام به کل دارایی‌ها دارد. همچنین افزایش شاخص نسبت تمرکز اثری معکوس بر نسبت سود سهام به فروش دارد و در پایان اینکه افزایش شاخص نسبت تمرکز اثری معکوس بر نسبت سود سهام به کل دارایی‌های شرکت دارد.

امیری (۱۳۹۳) به بررسی ساختار مالکیت و جریان‌های وجوه نقد در تعیین سیاست تقسیم سود در ۸۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره ۱۳۸۶-۱۳۹۱ به روش داده‌های ترکیبی پرداخت. یافته‌ها نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و مالکیت فردی با سیاست تقسیم سود رابطه معکوس و معنادار وجود دارد، ولی بین وجه نقد عملیاتی و حساسیت وجه نقد با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود ندارد. این یافته‌ها می‌تواند علاوه بر بیان اهمیت نقش سیاست تقسیم سود در حوزه حسابداری مالی، به تأثیر آن بر تصمیمات داخلی مدیران اشاره کند و موجب شناخت بیشتر مدیران نسبت به اهمیت و نقش مفهوم سیاست تقسیم سود شود.

مشکی میاوقی و دلیریان (۱۳۹۴) به بررسی قدرت بازار محصول و سطح رقابت‌پذیری صنعت و پایداری سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. به این منظور ۱۵۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین شاخص هرفیندال-هیرشمن به عنوان شاخص تمرکز صنعت با پایداری سود شرکت‌های مورد بررسی رابطه معکوس وجود داشته و افزایش رقابت منجر به بهبود پایداری سود می‌شود. افزون بر این وجود رابطه معکوس بین شاخص لرنر تعدیل شده با پایداری سود، می‌تواند به معنای وجود

رابطه مستقیم بین سطح رقابت و میزان پایداری سود باشد.

بوث و ژو (۲۰۱۵) مطالعه‌ای با عنوان قدرت بازار و سیاست تقسیم سود سهام انجام دادند. هدف از مطالعه آنها بررسی این مسأله بود که چگونه و چرا قدرت بازار محصول شرکت، بر سیاست تقسیم سود آن تأثیر می‌گذارد. در این مطالعه با استفاده از شاخص لرنر به بررسی چگونگی تأثیر قدرت بازار محصول بنگاه بر سیاست تقسیم سود آن پرداخته شده و نتایج نشان می‌دهد که قدرت بازار تأثیر مثبتی بر جنبه‌های سیاست تقسیم سود، شامل تصمیم به پرداخت سود و میزان پرداخت سود سهام دارد. همچنین شواهدی وجود دارد مبنی بر آن که قدرت بازار تحت تأثیر ریسک کسب و کار بر تصمیم تقسیم سود سهام تأثیرگذار است؛ شرکت‌های با قدرت بازار کمتر، پرمخاطره هستند و از این رو، کمتر احتمال دارد به پرداخت سود سهام بپردازند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که قدرت بازار محصول ممکن است نقش مهمی در شکل‌دهی مجدد سیاست تقسیم سود شرکت‌های بزرگ آمریکا بازی کرده‌اند.

با توجه به مبانی نظری و پیشینه مطالعاتی در راستای اهداف این پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین شده‌اند:

- فرضیه ۱) بین قدرت بازار محصول با تصمیم تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۲) بین تمرکز بازار محصول با تصمیم تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۳) بین قدرت بازار محصول با نسبت سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۴) بین تمرکز بازار محصول با نسبت سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

## ۲. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف در زمره پژوهش‌های کاربردی قرار می‌گیرد چون نتایج آن می‌تواند مورد استفاده مدیران، سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران واقع شود؛ و چون ارتباط بین متغیرهای قدرت و تمرکز بازار را با سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار می‌دهد، از نظر روش و شیوه اجرا در زمره پژوهش‌های همبستگی از نوع پس رویدادی قلمداد می‌شود. داده‌های مورد نیاز پژوهش نیز از طریق مطالعات کتابخانه‌ای مبانی نظری و نیز گزارشات صورت‌های مالی سالانه شرکت‌ها در پایگاه‌های رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران

مانند پایگاه کدال استخراج شده است. به منظور آزمون فرضیه‌ها از تجزیه و تحلیل داده‌های تابلویی (پانلی) استفاده شده است. این روش تحلیل امکان تحلیل داده‌ها در مدل رگرسیون را در دو بعد زمانی و مقطعی فراهم کرده و با افزایش حجم نمونه مورد بررسی موجب افزایش قابلیت تعمیم‌پذیری نتایج و اعتبار آن می‌شود.

جامعه آماری تحقیق حاضر را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در هشت صنعت (خودرو و قطعات، دارویی، شیمیایی، غذایی، فلزات اساسی، قند و شکر، کاشی و سرامیک و منسوجات) تشکیل می‌دهند. برای انتخاب شرکت‌های مورد بررسی، معیارهایی به شرح زیر در نظر گرفته شده‌اند:

۱. شرکت‌ها در دوره بررسی از فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس حذف نشده و در شش سال گذشته اقدام به تقسیم سود کرده باشند.
  ۲. شرکت‌ها طی دوره تحقیق، تغییر فعالیت یا تغییر در سال مالی نداشته باشند.
  ۳. جزء شرکت‌های حوزه فعالیت‌های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و مؤسسات مالی نباشند.
  ۴. داده‌های مورد نیاز جهت سنجش متغیرهای تحقیق، در طول دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ موجود باشند.
  ۵. بدلیل همسانی تاریخ گزارشگری، حذف اثرات فصلی و افزایش قابلیت مقایسه‌ای داده‌ها، سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
- با اعمال این معیارها داده‌های مربوط به ۸۳ شرکت طی دوره‌ای شش ساله از ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ با ۴۹۸ مشاهده به عنوان نمونه مورد بررسی انتخاب شد.

## ۱-۲. متغیرهای پژوهش

در این پژوهش سیاست تقسیم سود با دو متغیر وابسته تصمیم تقسیم سود و نسبت سود تقسیمی اندازه‌گیری شده و هر کدام در یکی از مدل‌های پژوهش مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

**تصمیم تقسیم سود (PD):** این متغیر تصمیم به تقسیم سود یا نگهداری آن را نشان می‌دهد و متغیری دوجویی با ارزش‌های صفر و یک است. ارزش صفر به معنی عدم تقسیم

سود و ارزش یک به معنی تقسیم سود خواهد بود.

نسبت تقسیم سود<sup>۱</sup> (DPR): این متغیر از حاصل تقسیم سود نقدی هر سهم به درآمد هر سهم در هر سال به دست می آید و بیانگر درصدی از سود شرکت است که بین سهامداران توزیع می شود.

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} * 100 \quad (1)$$

متغیرهای مستقل پژوهش شامل تمرکز و قدرت بازار شرکت هستند که به صورت زیر مورد سنجش قرار می گیرند:

تمرکز بازار شرکت<sup>۲</sup> (MC): این متغیر نشان می دهد که فروش محصولات یک شرکت چند درصد مجموع فروش محصولات شرکت های آن صنعت را تشکیل می دهد. این متغیر ارزشی بین یک و صفر را اختیار می کند. هر چه این نسبت بزرگ تر باشد به معنی تمرکز و تسلط بیش تر شرکت در صنعت مربوطه است و بالعکس. برای سنجش این متغیر از شاخص هر فیندال-هریسمن استفاده می شود:

$$HHI = \sum_{j=1}^n S_{ij}^2 \quad (2)$$

S<sub>ij</sub>: سهم بازار شرکت i در صنعت j

قدرت بازار شرکت<sup>۳</sup> (MP): این متغیر توانایی شرکت را برای تغییر قیمت رقابتی محصولات خود به قیمت های سود آور نشان می دهد. بر این اساس هر چه این نسبت بزرگ تر باشد توانایی شرکت برای قیمت گذاری محصولات خود بالاتر است. برای سنجش این متغیر از شاخص لرنر<sup>۴</sup> تعدیل شده برای صنعت مطابق پژوهش های پیشین<sup>۵</sup> استفاده می شود.

$$LI_i = \frac{(Sales - COGS - SG\&A)}{Sales} \quad (3)$$

1. Dividend Payout Ratio
2. Market Concentration
3. Market Power
4. Lirner Index

که در آن:

Li: شاخص لرنر شرکت، Sales: فروش، COGS: بهای تمام شده کالای فروش رفته و SG&A: هزینه‌های عمومی، اداری و فروش،

$$MP_i = Li - \sum_{i=1}^N W_i \cdot Li \quad (4)$$

که در آن:

MPi: قدرت بازار شرکت i و  $W_i$ : نسبت فروش شرکت i به کل فروش صنعت، متغیرهای کنترلی استفاده شده در مدل‌های این پژوهش نیز شامل اندازه، سودآوری، فرصت‌های رشد و میزان سود انباشته شرکت است. اندازه شرکت (SIZ): این متغیر از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت به دست می‌آید:

$$SIZ = \ln(\text{Assets}) \quad (5)$$

سودآوری (PR): برای سنجش این متغیر از نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها استفاده می‌شود:

$$PR = \frac{\text{سود خالص}}{\text{کل دارایی‌ها}} \quad (6)$$

فرصت‌های رشد (GO): این متغیر با نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود و هر چه این نسبت بزرگتر باشد به معنی آن است که شرکت از نظر تحلیلگران و سرمایه‌گذاران با فرصت‌های رشد بیشتری در آینده روبرو خواهد بود:

$$GO = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}} \quad (7)$$

سود انباشته (RE): این متغیر نیز با نسبت سود انباشته به کل دارایی‌های شرکت مورد سنجش قرار می‌گیرد. هر چه میزان این نسبت بزرگ‌تر باشد به این معنی است که شرکت مورد نظر کمتر تمایل به تقسیم سود داشته و منابع داخلی وجوه را به مصرف هزینه‌های جاری و سرمایه‌گذاری رسانده است:

$$RE = \frac{\text{سود انباشته}}{\text{کل دارایی‌ها}} \quad (۸)$$

## ۲-۲. مدل‌های آزمون فرضیه‌ها

جهت آزمون فرضیه‌ها براساس ساختار داده‌های ترکیبی دو مدل رگرسیون چند متغیره به صورت زیر برآزش می‌یابد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود مدل اول (رابطه ۹) برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم و مدل دوم (رابطه ۱۰) جهت آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرند:

$$Z_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 MP_{i,t} + \beta_2 MC_{i,t} + \beta_3 SiZ_{i,t} + \beta_4 PR_{i,t} + \beta_5 GO_{i,t} + \beta_6 RE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۹)$$

$$DPR_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 MP_{i,t} + \beta_2 MC_{i,t} + \beta_3 SiZ_{i,t} + \beta_4 PR_{i,t} + \beta_5 GO_{i,t} + \beta_6 RE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱۰)$$

که در آنها:

$\beta_0$ : جزء ثابت رگرسیون

$Z_{i,t+1} = \ln (P_{i,t+1} / (1 - P_{i,t+1}))$  و  $P_{i,t+1}$  احتمال تقسیم سود شرکت در سال  $t+1$  است،  $(PD_{i,t+1}=1)$

$PD_{i,t+1}$ : تصمیم تقسیم سود شرکت  $i$  در سال  $t+1$

$DPR_{i,t+1}$ : نسبت سود تقسیمی شرکت  $i$  در سال  $t+1$

$MP_{i,t}$ : قدرت بازار شرکت  $i$  در سال  $t$

$MC_{i,t}$ : تمرکز بازار شرکت  $i$  در سال  $t$

$SiZ_{i,t}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$

$PR_{i,t}$ : سودآوری شرکت  $i$  در سال  $t$

$GO_{i,t}$ : فرصت‌های رشد شرکت  $i$  در سال  $t$

$RE_{i,t}$ : سود انباشته شرکت  $i$  در سال  $t$

$\varepsilon_{i,t}$ : خطای برآورد،

### ۳. یافته‌های پژوهش

#### ۳-۱. آماره‌های توصیفی

جدول (۱) نتایج آماره‌های توصیفی متغیرها را نشان می‌دهد. همان طور که مشاهده می‌شود میانگین متغیرهای وابسته قدرت بازار شرکت طی شش سال به مقدار ۰/۷۳۹ با انحراف معیار ۰/۰۴۴ و تمرکز بازار شرکت معادل ۰/۴۱۱ با انحراف معیار ۰/۰۹۴ است. این مقادیر نشان می‌دهد که در شرکت‌های مورد بررسی به‌طور میانگین قدرت بازار نسبتاً زیاد اما تمرکز بازار پایین است. همچنین میانگین متغیر نسبت تقسیم سود با ۰/۷۹۷ و انحراف معیار ۰/۰۹۰ نشان از تقسیم سود بالای شرکت‌های مورد بررسی است. میانگین متغیر اندازه شرکت ۱۳/۹۳۴ با انحراف معیار ۱/۵ و متغیر سودآوری نیز دارای میانگین ۰/۲۳۶ و انحراف معیار ۰/۱۰۳ مشاهده می‌شود. میانگین متغیرهای فرصت رشد و سود انباشته نیز به ترتیب معادل ۲/۲۶۹ و ۰/۲۰۱ به‌دست آمده‌اند.

جدول ۱- آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	مشاهدات	میانگین	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
قدرت بازار شرکت	۴۹۸	۰/۷۳۹	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۴۴
تمرکز بازار شرکت	۴۹۸	۰/۴۱۱	۰/۹۴۸	۰/۰۰۰	۰/۰۹۴
نسبت تقسیم سود	۴۹۸	۰/۷۹۷	۱/۶۸۰	۰/۰۰۰	۰/۰۹۰
اندازه شرکت	۴۹۸	۱۳/۹۳۴	۱۸/۴۵۵	۱۰/۲۲۷	۱/۵۰
سودآوری	۴۹۸	۰/۲۳۶	۱/۱۴۰	۰/۰۵۷	۰/۱۰۳
فرصت رشد	۴۹۸	۲/۲۶۹	۴/۷۶۶	۱/۲۷۶	۰/۹۶۱
سود انباشته	۴۹۸	۰/۲۰۱	۰/۸۹۱	۰/۱۷۸	۰/۰۷۰

#### ۳-۲. آماره‌های استنباطی

##### ۳-۲-۱. مدل اول تحقیق

با توجه به اینکه در مدل اول پژوهش متغیر وابسته تصمیم تقسیم سود متغیری دووجهی با ارزش‌های صفر و یک است (ارزش یک به معنی تصمیم به تقسیم سود و ارزش صفر به معنی عدم تقسیم سود)، باید از روش‌های برآورد رگرسیونی با متغیر وابسته محدود استفاده

شود که به این منظور جهت برازش این مدل روش رگرسیون لجستیک (لوجیت) مورد استفاده قرار گرفته است.

همان طور که جدول (۲) نشان می‌دهد مقدار آماره نسبت درست‌نمایی (LR) به دست آمده معادل ۲۶۹/۳۵ با سطح معنی‌داری کوچکتر از ۰/۰۵ نشان می‌دهد که رگرسیون برازش داده شده به روش لوجیت برای مدل اول پژوهش معنی‌دار است. ضریب تعیین ( $R^2$ ) مک فادن که در مدل‌های رگرسیون لوجیت برآوردی تقریبی از ضریب تعیین است معادل با ۰/۵۸۷ به دست آمده که نشانگر آن است که مدل برازش داده شده از قدرت تبیین‌کنندگی مناسبی برخوردار است. از سوی دیگر مقدار صحت پیش‌بینی مدل ۸۶/۴۴ درصد به دست آمده که نشان می‌دهد مدل لاجیت برازش داده شده توانسته براساس داده‌های متغیر وابسته به خوبی تصمیم به تقسیم سود یا عدم تقسیم سود شرکت‌ها را پیش‌بینی نماید. همچنین مشاهده می‌شود که آماره VIF مربوط به همه متغیرهای مستقل از مقداری کوچک‌تر از پنج دارند و نشان از عدم وجود مشکل همخطی بین متغیرها دارد.

براساس نتایج جدول ۲ می‌توان مدل لجستیک به دست آمده را به صورت زیر نشان داد:

$$Z = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = -1/541 + 0/388 MP + 0/102 MC + 0/107 SIZ + 5/785 PR + 0/003 GO + 34/853 RE$$

که در آن  $p$  احتمال تقسیم سود (برابر یک بودن متغیر دووجهی تقسیم سود) است. براساس جدول (۲) مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری ضرائب کلیه متغیرها، به جز دو متغیر اندازه شرکت (SIZ) و فرصت رشد (GO)، کمتر از ۰/۰۵ است و لذا رابطه بین این متغیرها با متغیر وابسته مدل معنی‌دار است. اما در مورد این دو متغیر اخیر سطح معنی‌داری از ۰/۰۵ بیشتر بوده و لذا رابطه بین این دو متغیر با متغیر وابسته معنی‌دار نیست.

از آنجا که در مدل رگرسیون لجستیک ضریب یک متغیر مستقل بیانگر افزایش یا کاهش احتمال موفقیت در متغیر وابسته است، چنانچه ضریب مثبت باشد به معنی افزایش احتمال موفقیت متغیر وابسته در مقابل افزایش متغیر مستقل است. اما چنانچه مایل باشیم میزان افزایش احتمال موفقیت در متغیر وابسته که در واکنش به تغییر در یک متغیر مستقل ایجاد می‌شود را بدانیم، لازم است آهنگ تغییرات (اثر نهایی) احتمال موفقیت نسبت به آن متغیر مستقل محاسبه شود. که بدین منظور از مشتق احتمال موفقیت نسبت به آن متغیر مستقل به صورت زیر استفاده می‌شود. بر این اساس جهت محاسبه اثر نهایی تغییر در  $X_i$ ، بر احتمال



موفقیت  $p$  به صورت زیر عمل می‌کنیم.

$$\frac{dp}{dX_i} = \frac{d}{dX_i} \left( \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_k X_k}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_k X_k}} \right) \quad (11)$$

که با استفاده از روش‌های مشتق‌گیری و ساده کردن آنها، رابطه زیر به دست می‌آید:

$$\frac{dp}{dX_i} = \beta_i \left( \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_k X_k}}{(1 + e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_k X_k})^2} \right) \quad (12)$$

بر اساس توضیحات فوق، اثرات نهایی متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته در ستون آخر جدول ۲ نشان داده شده است که مطابق این یافته‌ها می‌توان نتایج زیر را مورد تفسیر قرار داد:

بین قدرت بازار شرکت (MP) و تصمیم تقسیم سود ارتباط معنی‌داری وجود دارد. اثر نهایی این متغیر ۰/۰۸۵ می‌باشد و این بدان معنی است که به ازای هر یک واحد افزایش (کاهش) در متغیر قدرت بازار، احتمال تقسیم سود شرکت به اندازه ۸/۵ درصد افزایش (کاهش) خواهد یافت که این مقدار افزایش (کاهش) معنی‌دار بوده و بر این اساس فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین قدرت بازار و تصمیم به تقسیم سود تایید می‌شود.

بین تمرکز بازار (MC) و تصمیم تقسیم سود نیز رابطه معنی‌داری وجود دارد. اثر نهایی این متغیر ۰/۰۲۲ می‌باشد و این به آن معنی است که به ازای هر یک واحد افزایش (کاهش) در متغیر تمرکز بازار، احتمال تقسیم سود شرکت به اندازه ۲/۲ درصد افزایش (کاهش) خواهد یافت که این مقدار افزایش (کاهش) معنی‌دار بوده و بر این اساس فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین تمرکز بازار و تصمیم به تقسیم سود تایید می‌شود. از آنجا که اثر نهایی به دست آمده برای متغیر کنترلی اندازه شرکت (SIZ) نیز معادل ۰/۰۲۴ است نشان می‌دهد که به ازای هر یک واحد افزایش (کاهش) در اندازه شرکت، احتمال تقسیم سود به اندازه ۲/۴ درصد افزایش (کاهش) خواهد یافت و این مقدار تغییر معنی‌دار نیز می‌باشد. بر این اساس در خصوص سایر متغیرهای کنترلی موجود در مدل نیز به طور مشابه می‌توان نتیجه‌گیری کرد.

## جدول ۲- نتایج برازش مدل اول پژوهش

متغیر وابسته: تصمیم به تقسیم سود (PD)						
روش برازش مدل: رگرسیون لجستیک						
اثر نهایی	آماره VIF	معنی داری P-value	آماره Z	برآورد پارامتر	متغیرها	
---	۲/۱۷	۰/۳۳۵	-۰/۹۶۵	-۱/۵۴۱	C	ثابت رگرسیون
۰/۰۸۵	۳/۲۶	۰/۰۰۲	۳/۱۰۵	۰/۳۸۸	MP	قدرت بازار
۰/۰۲۲	۴/۰۷	۰/۰۰۶	۲/۷۲۸	۰/۱۰۲	MC	تمرکز بازار
۰/۰۲۴	۲/۸۸	۰/۳۳۸	۰/۹۵۸	۰/۱۰۷	SIZ	اندازه شرکت
۱/۲۸۱	۳/۹۳	۰/۰۰۰	۴/۵۴۶	۵/۷۸۵	PR	سودآوری
۰/۰۰۱	۴/۵۴	۰/۴۰۱	۰/۸۳۹	۰/۰۰۳	GO	فرصت رشد
۷/۷۱۶	۳/۳۶	۰/۰۰۰	۴/۰۸۲	۳۴/۸۵۳	RE	سود انباشته
۰/۵۸۷				ضریب تعیین مک فادن ( $R^2$ )		
۸۶/۴۴				صحت پیش بینی (درصد)		
۲۶۹/۳۵				آماره LR		
۰/۰۰۰				معنی داری P-value		

## ۳-۲-۲. مدل دوم تحقیق

قبل از برازش مدل دوم پژوهش جهت بررسی مناسبت استفاده از روش داده‌های تابلویی<sup>۱</sup> (پانلی) در مقابل روش داده‌های تلفیقی<sup>۲</sup> (رگرسیون معمولی) از آزمون ادغام یا F لیمر استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول (۳) آمده است. فرض صفر این آزمون مبنی بر همگنی مقاطع و عرض از مبدأهای یکسان و مناسب نبودن مدل رگرسیون با روش داده‌های ترکیبی است. با توجه به آن که آماره آزمون ۲۶/۵۹ و سطح معنی داری برآورد شده (۰/۰۰۰) کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، لذا فرض همگنی مقاطع و عرض از مبدأهای یکسان رد می‌شود و در نتیجه استفاده از روش داده‌های ترکیبی برای مدل دوم پژوهش مناسب است.

1. Panel Data  
2. Pool Data

## جدول ۳- نتایج آزمون F لیمر برای مدل دوم پژوهش

نتیجه (مدل مناسب)	P-value (معنی داری)	درجه آزادی	آماره F
مدل داده‌های ترکیبی مناسب است	۰/۰۰۰	۸۴/۴۰۹	۲۶/۵۹

پس از تشخیص مناسبیت مدل با داده‌های ترکیبی باید بررسی شود که اثر مقاطع موجود ثابت است یا تصادفی. برای تشخیص مناسبیت مدل با اثرات ثابت مقاطع یا اثرات تصادفی آن، از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول (۴) گزارش شده است. با توجه به مقدار آماره کی دو (۱/۳۳۵) و سطح معنی داری متناظر با آن (۰/۹۷۰) که بیش تر از خطای ۰/۰۵ است، می‌توان نتیجه گرفت که الگوی مناسب جهت برازش مدل پژوهش، مدل با اثرات تصادفی مقاطع است.

## جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن برای مدل دوم پژوهش

نتیجه (مدل مناسب)	P-value (معنی داری)	درجه آزادی	آماره $\chi^2$
مدل با اثرات تصادفی	۰/۹۷۰	۶	۱/۳۳۵

با توجه به آزمون‌های تشخیصی فوق، برازش مدل به روش داده‌های ترکیبی با اثرات تصادفی مورد استفاده قرار گرفته و نتایج برازش مدل جهت آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم در جدول (۵) نشان داده شده است. در این مدل ارتباط قدرت بازار و تمرکز بازار محصول با نسبت تقسیم سود شرکت‌ها مورد آزمون قرار می‌گیرد.

نتایج جدول (۵) نشان می‌دهد که با توجه به مقدار آماره F به دست آمده (۳/۸۹۲) و سطح معنی داری آن (۰/۰۰۰) که کوچک تر از سطح خطای ۰/۰۵ است، می‌توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیون برازش داده شده به روش رگرسیون کمترین مربعات پانلی با اثرات تصادفی برای رابطه متغیرهای پژوهش معنی دار است. از آنجا که ضریب تعیین تعدیل شده مدل  $(Adj R^2)$  معادل ۰/۴۳ به دست آمده نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی مدل می‌توانند ۴۳ درصد تغییرات متغیر نسبت سود تقسیمی را تبیین کنند. از سوی دیگر مقدار آماره دوربین واتسون گزارش شده (۲/۱۱۶) نشان دهنده آن است که مشکل خود همبستگی جملات

خطا وجود ندارد. مقادیر آماره‌های VIF متغیرهای توضیحی مدل همگی کوچک‌تر از پنج به‌دست آمده و نشان می‌دهند که بین متغیرهای مستقل مدل مشکل همخطی نیز وجود ندارد. از طرف دیگر، براساس مقدار آماره‌های  $t$  گزارش شده برای متغیرهای توضیحی و سطح معنی‌داری متناظر با آنها می‌توان نسبت به معنی‌داری پارامترهای برآورد شده متغیرها نتیجه‌گیری کرد. همان‌طور که مشاهده می‌شود پارامتر برآورد شده برای متغیر قدرت بازار معادل  $0/043$  به‌دست آمده است. از آنجا که مقدار آماره  $t$  این پارامتر برابر  $3/554$  با سطح معنی‌داری  $(0/000)$  کوچک‌تر از خطای  $0/05$  است، می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد اظهار داشت که بین قدرت بازار شرکت و نسبت تقسیم سود ارتباط مثبت معنی‌داری وجود دارد. به این معنی که به ازای هر یک واحد افزایش (کاهش) در قدرت بازار شرکت، نسبت سود تقسیمی آن معادل  $0/043$  ( $4/3$  درصد) افزایش (کاهش) می‌یابد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین قدرت بازار و نسبت تقسیم سود مورد تایید قرار می‌گیرد. این بدان معنی است که بین قدرت بازار شرکت‌ها و نسبت سود تقسیمی آنها رابطه‌ای مستقیم قابل مشاهده است. پارامتر برآورد شده برای متغیر تمرکز بازار معادل  $0/065$  و آماره  $t$  مربوطه معادل  $1/588$  با سطح معنی‌داری  $(0/015)$  کوچکتر از خطای  $0/05$  است، که نشان می‌دهد پارامتر برآورد شده برای این متغیر نیز معنی‌دار است. بر این اساس بازای هر یک واحد افزایش (کاهش) تمرکز شرکت در بازار، نسبت سود تقسیمی معادل  $0/065$  ( $6/5$  درصد) افزایش (کاهش) خواهد یافت. بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان بیان داشت که فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین تمرکز بازار شرکت و نسبت تقسیم سود نیز مورد تایید واقع می‌شود. در نتیجه می‌توان گفت که شرکت‌هایی که از تمرکز بیشتری بر بازار برخوردارند و سهم بیشتری از بازار محصولات صنعت را در اختیار دارند، تمایل به تقسیم سود بیشتری بین سهامداران از خود نشان می‌دهند. این نتایج همچنین موید آن است که اثر تمرکز بازار بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌ها بیش از اثر قدرت بازاری آنها است.

نتایج جدول همچنین نشان می‌دهد که از بین ضرائب برآورد شده برای متغیرهای کنترل در مدل دوم پژوهش، تنها ضریب متغیر فرصت رشد  $(-0/013)$  با آماره  $t$  معادل  $-2/457$  و سطح معنی‌داری  $(0/014)$  کوچک‌تر از خطای  $0/05$  معنی‌دار می‌باشد درحالی که ضریب سایر متغیرهای کنترل معنی‌دار نیستند. ضریب برآورد شده برای این متغیر نشان می‌دهد که

به ازای هر یک واحد افزایش (کاهش) در فرصت‌های رشد شرکت‌ها، نسبت سود تقسیمی آنها معادل  $0/013$  ( $1/3$  درصد) کاهش (افزایش) می‌یابد. این به آن معنی است که رابطه منفی معنی داری بین فرصت رشد آتی برای شرکت با نسبت سود تقسیمی آن وجود دارد و شرکت‌هایی که با فرصت‌های رشد بیشتری روبرو هستند ترجیح می‌دهند منابع داخلی وجوه خود را جهت تامین مالی این فرصت‌های آتی نگهداری و انباشته کرده و سود کمتری را تقسیم کنند.

### جدول ۵- نتایج برازش مدل دوم پژوهش

متغیر وابسته : نسبت تقسیم سود (DPR)					
روش برازش مدل : رگرسیون کمترین مربعات پانلی با اثرات تصادفی					
آماره VIF	معنی داری P-value	آماره t	برآورد پارامتر	متغیر	
۱/۳۷	۰/۷۹۱	۰/۲۶۵	۰/۱۶۰	C	ثابت رگرسیون
۲/۱۴	۰/۰۰۰	۳/۵۵۴	۰/۰۴۳	MP	قدرت بازار شرکت
۲/۵۶	۰/۰۱۵	۱/۵۸۸	۰/۰۶۵	MC	تمرکز بازار شرکت
۲/۷۳	۰/۳۳۹	۰/۹۵۸	۰/۰۴۵	SIZ	اندازه شرکت
۳/۱۲	۰/۵۵۶	۰/۵۹۰	۰/۰۰۲	PR	سودآوری شرکت
۴/۰۳	۰/۰۱۴	-۲/۴۵۷	-۰/۰۱۳	GO	فرصت رشد شرکت
۳/۴۸	۰/۱۳۱	۱/۵۱۲	۰/۰۰۸	RE	سود انباشته شرکت
۰/۴۷۳			ضریب تعیین ( $R^2$ )		
۰/۴۳۰			ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2_{adj}$ )		
۳/۸۹۲			مقدار آماره F		
۰/۰۰۰			معنی داری P-value		
۲/۱۱۶			آماره دوربین - واتسون		

## جمع‌بندی و ملاحظات

هدف این پژوهش همان‌طور که قبلاً ذکر شد، بررسی ارتباط تمرکز و قدرت بازار محصول با سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود، که با استفاده از داده‌های ترکیبی ۸۳ شرکت در طی شش سال و بکارگیری مدل‌های رگرسیون چندگانه به انجام رسیده است. براساس نتایج برگرفته از آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش، مشخص شد که قدرت بازار و تمرکز بازار با تصمیم تقسیم سود ارتباط مثبت معنی‌داری دارند. به این مفهوم که با افزایش قدرت بازاری شرکت در قیمت‌گذاری محصولات خود در میان رقبا، تمایل به اتخاذ تصمیمات تقسیم سود افزایش می‌یابد. همچنین افزایش تمرکز بازار و داشتن سهم بازار بیشتر در مقایسه با رقبا، نشان از افزایش فروش محصولات و در نتیجه سود بیشتر است که موجب می‌شود تمایل مدیران به اتخاذ سیاست تقسیم سود افزایش یابد.

از سوی دیگر نتایج فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش نیز حاکی از وجود رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار میان قدرت و تمرکز بازاری شرکت با نسبت سود تقسیمی است. بر این اساس، شرکت‌هایی که از قدرت بازار بالاتر در قیمت‌گذاری محصولات خود و نیز تمرکز بیشتر بر بازار صنعت برخوردارند، نسبت‌های بالاتری از سود خود را بین سهامداران تقسیم می‌کنند. در واقع این شرکت‌ها شهرت و اعتبار خود در تسلط بر بازار محصولات صنعت را با حفظ شهرت خود در بازار سرمایه از طریق تقسیم سودهای بیشتری تکمیل می‌کنند.

براساس نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیه‌ها می‌توان دریافت که قدرت بازار و تمرکز بازاری شرکت‌ها با سیاست تقسیم سود آنها دارای رابطه‌ای معنی‌دار است. به گونه‌ای که شرکت‌هایی که در صنعت خود پیشرو و حاکم تلقی می‌شوند و می‌توانند با اثرگذاری بر کشش قیمتی تقاضای بازار، محصولات خود را با قیمت‌های سودآور به فروش برسانند و نیز سهم بیشتری از بازار صنعت مربوطه را در اختیار دارند، بدلیل برخورداری از سودآوری، منابع وجوه نقد و شهرت و اعتبار بالاتر، نسبت به سایر شرکت‌ها تمایل به بیشتری به اعمال سیاست تقسیم سود از خود نشان می‌دهند. اگر چه این گونه شرکت‌ها برای حفظ تسلط و اعتبار خود در بازار باید به سرمایه‌گذاری روی فرصت‌های رشد آینده برای توسعه بازار محصولات و نوآوری و خلاقیت بیشتر روی بیاورند که در این صورت مطابق نظریه سلسله

مراتبی<sup>۱</sup> تامین مالی بهتر است از منابع کم هزینه داخلی وجوه در جهت تامین مالی این فرصت‌های آتی استفاده کرده و سودهای کمتری را بین سهامداران تقسیم نمایند. از سوی دیگر سیاست تقسیم سود می‌تواند جایگزینی برای رقابت در بازار باشد. مطابق نظریه علامت‌دهی<sup>۲</sup> مدیران از سودهای تقسیمی به عنوان ابزاری برای اعلام وضعیت مناسب شرکت و جایگزینی برای عوامل خارجی جهت ایجاد اعتبار در بازارهای سرمایه استفاده می‌کنند تا بتوانند در مواقع لزوم اقدام به تامین مالی کرده و سرمایه خود را به نحو مناسب‌تری افزایش دهند. نتایج این پژوهش با نتایج بوث و ژو (۲۰۱۵)، صدرایی جواهری و هادی‌زادگان (۱۳۹۳)، موحد مجد (۱۳۹۲)، رضایی و حقیقی (۱۳۹۱)، همخوانی دارد، اما با نتایج خدادادی، نیک کار و رشیدی باغی (۱۳۹۳)، انواری رستمی و اعتمادی (۱۳۹۳) ناسازگار است که دلیل آن می‌تواند به کارگیری متغیرهای متفاوت و استفاده از مدل‌های متفاوت آزمون فرض باشد.

### پیشنهادها

براساس نتایج به‌دست آمده از این پژوهش می‌توان پیشنهادهایی را به صورت زیر به استفاده‌کنندگان و پژوهشگران آتی ارائه داد:

۱. با توجه به تایید رابطه معنی‌دار قدرت و تمرکز بازار با تصمیم به تقسیم سود شرکت‌ها، به تحلیلگران بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود در تحلیل وضعیت مالی یک شرکت جهت ارزش‌گذاری اوراق بهادار، به قدرت و تمرکز بازاری شرکت توجه نموده و این عوامل را به عنوان پارامترهای اثرگذار بر تصمیمات مدیران مورد تحلیل قرار دهند.
۲. به سرمایه‌گذاران و خریداران سهام پیشنهاد می‌شود در صورت تمایل به دریافت سودهای نقدی عملیاتی، شرکت‌های با تمرکز بالا که سهم بازار محصولات بیشتری دارند را مورد توجه قرار داده و سبکی از اوراق بهادار این گونه شرکت‌ها را خریداری کنند.

1. Pecking Order Theory

2. Signalling Theory

۳. به مدیران و سیاست‌گذاران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌گیری برای تقسیم سود و پیشنهاد آن به مجمع صاحبان سهام، علاوه بر وضعیت موجود شرکت در بازار محصولات صنعت خود به نیازها و فرصت‌های رشد آینده، فرآیند تحقیق و توسعه، شناسایی نیازهای آینده بازار و خلاقیت در تولید محصولات جدید بپردازند و بجز در موارد ضروری از توزیع سودهای عملیاتی بپرهیزند و این منابع و جوه را جهت تامین مالی این فرصت‌های آتی به کار گیرند.
۴. با توجه به تایید فرضیه‌های این پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین قدرت و تمرکز بازار شرکت با سیاست‌های تقسیم سود، به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌گردد ارتباط میان قدرت بازار و تمرکز را با سایر تصمیمات مالی شرکت مانند تصمیمات تامین مالی، سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و مدیریت سرمایه در گردش نیز مورد مطالعه قرار دهند.
۵. پیشنهاد دیگری که می‌توان به پژوهشگران آتی ارائه نمود، این که در مطالعه خود از وضعیت قدرت و تمرکز شرکت بر بازار محصولات، اثر عواملی چون چرخه اقتصادی، نقش سیاست‌های اقتصادی دولت، اثر انحصارات شبه‌دولتی و عوامل سیاسی بر تصمیمات مالی مدیران را مورد مطالعه و پژوهش قرار دهند.



## منابع

- امیری، جمشید (۱۳۹۳)؛ «بررسی ساختار مالکیت و جریان‌های وجوه نقد در تعیین سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمانشاه، دانشکده ادبیات و علوم انسانی.
- انواری رستمی، علی اصغر؛ اعتمادی، حسین و احمدیان، وحید (۱۳۹۳)؛ «آزمون نظریه چرخه عمر در سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم، ص ۴۱-۵۸.
- بخشی، لطفعلی (۱۳۸۲)؛ «اندازه‌گیری تمرکز در صنعت سیمان ایران»، فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۲۶، ص ۷۵-۹۶.
- بیابانی، شاعر و ستاره رضی کاظمی (۱۳۹۲)؛ «ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره ۲۰، ص ۱۵-۲۸.
- پورحیدری، امید و مصطفی دلدار (۱۳۹۱)؛ «بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال پنجم، شماره ۱۴، ص ۲۸-۴۶.
- حاجیان، فاطمه (۱۳۹۱)؛ «رابطه تمرکز در صنعت با عملکرد شرکت‌ها»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- خدادادی، ولی؛ نیک کار، جواد و محسن رشیدی باغی (۱۳۹۳)؛ «تأثیر رقابت بازار محصول بر سیاست تقسیم سود»، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۶، شماره ۲۴، ص ۲۱-۳۲.
- خوش‌آهنگ، عاطفه (۱۳۹۳)؛ «اثر سرمایه فکری و سیاست تقسیم سود بر پیش‌بینی عملکرد مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور.
- ربیعی، مریم؛ ممی پور، سیاب و کیومرث حیدری (۱۳۹۵)؛ «ارزیابی قدرت بازار در بازار برق ایران با تأکید بر شرایط نیروگاه‌ها در شبکه»، فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی، شماره ۲۳، بهار ۹۵، ص ۷۵-۱۰۱.
- رضایی، فرزین و هادی حقیقی (۱۳۹۱)؛ «شاخص تمرکز بازار صنعت و بازده سهام شرکت‌های تولیدی»، فصلنامه مطالعات مدیریت صنعتی، سال نهم، شماره ۲۵، ص ۱۵۹-۱۳۳.
- سوری، علی (۱۳۹۴)؛ اقتصادسنجی پیشرفته همراه با کاربرد Eviews & Stata، جلد دوم، نشر فرهنگ‌شناسی، تهران.
- شکری، عقیل و عبدالله پاکدل مغانلو (۱۳۹۴)؛ «بررسی تأثیر سود تقسیمی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با در نظر گرفتن معیار کمبود جریان‌ات نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دانش حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۵۹، ص ۷۷-۱۰۸.
- شیشیان، مصطفی (۱۳۹۳)؛ «تأثیر رقابت در بازار محصول بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود.

صدرایی جواهری، احمد و معصومه هادی زادگان (۱۳۹۳)؛ «اعتبار نظریه‌های ساختار کارا و قدرت بازار در صنعت داروسازی ایران»، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال بیست و دوم، شماره ۶۹، ص ۴۸-۲۵.

مشکی میاوقی، مهدی و اکبر دلیریان (۱۳۹۴)؛ «بررسی پایداری سود، ساختار صنعت و قدرت بازار در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۷۶، ص ۲۷-۱.

موحد مجد، مرضیه (۱۳۹۲)؛ «بررسی ارتباط بین ساختارهای رقابتی بازار محصول و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس تهران.

ناظمی، علی؛ خوش اخلاق، رحمان؛ عمادزاده، مصطفی و علیراد شریفی (۱۳۹۰)؛ «برآورد قدرت بازار در بازار برق عمده فروشی ایران»، فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی، شماره ۴، ص ۳۸-۲۲.

Asadi, A. and Oladi, M. (2015), "Dynamic Determinants of Dividend in Affiliated and Unaffiliated Firms to Government in Tehran Stock Exchange (TSE)", *Iranian Journal of Management Studies*, Vol. 8, No 1, pp 139-155.

Beiner, S., Schmid, M. M. and Wanzenried, G. (2011), "Product market competition, managerial incentives and firm valuation", *European Financial Management*, No17, pp 331-366.

Booth Jun Zhou, (2015), "Market power and dividend policy", *Managerial Finance*, Vol. 41, Iss 2, pp1-33.

Brealey, R., & Myers, S. (2005), "Principles of Corporate Finance, 8th ed., London: McGraw-Hill.

Datta, S., Iskandar-Datta, M. and Singh, V. (2013), "Product market power, industry structure and corporate earnings management". *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, No. 8, pp 3273-3285.

Davies Stephen (1979), "Choosing between Concentration Indices: the iso-Concentration Concentration Curve", *Economica*, newseries, Vol 46, No, pp 81-96.

Davies, W. (1980), "Measuring Industrial Concentration: An Alternative Approach", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 62, NO. 12, pp 306-309.

DeAnglo, H; & DeAnglo, L. (2004), "The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem", *Journal of Financial Economics*, Vol 79, pp 293-315.

Fama, E. & French, K. (2011), "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay", *Journal of Financial Economics*, No 60, pp 3-43.

Fosu, S. (2013), "Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2013.02.004>.

Glen, J. D., Karmokoiias, Y., Miller, R. R., & Shah, S. (1995), "Dividend Policy and Behaviour in Emerging Markets: To Pay or not to Pay", IFC Discussion Paper, No. 26, World Bank, Washington, DC, July.

Gordon, M. (1959), "Dividends, Earnings and Stock Prices". *Review of Economics and Statistics*, No 5, pp 99 -105.

Ramcharran, H. (2001), "An Empirical Model of Dividend Policy in Emerging Equity Markets", *Emerging Markets Quarterly*, 5, no.1, 39-49.

Stoft, S. (2002), "Power System Economics, Designing Markets For Electricity", New York: IEEE/Wiley.