

مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز  
دوره دوم، شماره دوم، پاییز و زمستان ۱۳۸۹، پیاپی ۵۹/۳، صفحه‌های ۱۳۲-۱۰۹  
(مجله علوم اجتماعی و انسانی سابق)

بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت‌دهی در سیاست‌های تقسیم سود:  
نقش سرمایه‌گذاران نهادی

دکتر غلامرضا کرمی\*      دکتر ساسان مهرانی\*\*      هدی اسکندر\*\*\*  
دانشگاه تهران

#### چکیده

سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار هستند و می‌توانند رویه‌ها و سیاست‌های آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهند. هدف اصلی تحقیق حاضر، تعیین رابطه‌ی بین مالکیت نهادی موجود در ساختار شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران و سیاست تقسیم سود آن‌ها است. در این تحقیق، دو نگرش مختلف (یعنی تئوری نمایندگی و تئوری علامت‌دهی) در مورد سرمایه‌گذاران نهادی، آزموده شده است. برای آزمون ارتباط بین سیاست تقسیم سود شرکت و مالکیت نهادی، از سه مدل رگرسیونی (مدل‌های سود سهام لیتنر (مدل کاملاً تعدیل شده و مدل نیمه تعدیل شده) و (مدل واد) استفاده شده است. به طور کلی، نتایج تحقیق بیان‌گر وجود یک رابطه‌ی منفی، بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و سود سهام پرداختی از سوی شرکت بوده و موید تئوری علامت‌دهی است. این امر نشان می‌دهد که حضور سهام داران نهادی سبب کاهش استفاده از سود سهام به

---

\* استادیار بخش حسابداری

\*\* دانشیار بخش حسابداری

\*\*\* دانشجوی دکتری حسابداری

عنوان علامتی برای عملکرد خوب شرکت می‌شود. همچنین بر اساس شواهد به دست آمده، رابطه‌ی مثبت معناداری بین تمرکز نهادی و سود سهام پرداختی از سوی شرکت وجود دارد که مطابق با تئوری نمایندگی است.

واژه‌های کلیدی: ۱. مالکیت نهادی ۲. تئوری نمایندگی ۳. تئوری علامت دهی ۴. سیاست تقسیم سود

#### ۱. مقدمه

استفاده کنندگان از اطلاعات مالی، تمایل دارند از توان شرکت در ایجاد منابع نقدی آگاهی یابند تا از یک سو تصویری روشن از وضعیت کنونی شرکت به دست آورند و از سوی دیگر، بتوانند وضعیت آینده‌ی شرکت را مورد ارزیابی قرار دهند. در این میان، سود سهام نقدی به دلیل عینیت و ملموس بودن، نزد ذینفعان شرکت، از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است. این مساله نزد مدیران شرکت‌ها نیز دارای اهمیت است، از این رو، بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن با عنوان «سیاست تقسیم سود» یاد می‌شود. اما مساله‌ی اصلی، ریشه‌یابی دلایل اتخاذ یک سیاست تقسیم سود مشخص از سوی شرکت‌ها است.

مطابق با تعریف بوش<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... هستند. عموماً این‌گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد (ولوری و جنکینز<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶). به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردارند بوده و دارای توان بالقوه‌ی تأثیرگذاری بر فعالیت‌ها و سیاست‌های اتخاذ شده از سوی مدیران هستند. در سال‌های اخیر، قانون‌گذاران، دانشگاهی‌ها، جامعه‌ی تجاری جهانی و ... علاقه‌ی زیادی به سرمایه‌گذاران نهادی و نقشی که آن‌ها در حاکمیت شرکتی ایفا می‌کنند، پیدا کرده‌اند (گریس و سایرین<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵). در پیوند با نقش مالکین نهادی، افراد زیادی به مطالعه و تحقیق پرداخته‌اند. برای نمونه، از مطالعات اخیر می‌توان به تحقیق نوروش و

ابراهیمی (۱۳۸۴) و حساس یگانه و سایرین (۱۳۸۷)، در ایران و کوکی و گایزانی<sup>۴</sup> (۲۰۰۹)، ویلبرگ<sup>۵</sup> (۲۰۰۸)، عبدالسلام و سایرین<sup>۶</sup> (۲۰۰۸)، شرت و سایرین<sup>۷</sup> (۲۰۰۲) و ... در خارج از ایران اشاره کرد. هدف تحقیق حاضر، تعیین رابطه‌ی بین این مالکان و سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران است.

سیاست‌های سود سهام در کشورهای مختلف، متفاوت است (لاپورتا و سایرین<sup>۸</sup>، ۲۰۰۰)؛ بنابراین، ارتباط بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود نیز در کشورها و محیط‌های مختلف، تفاوت دارد. این امر از عوامل متعددی از جمله محدودیت‌های قانونی و محرک‌های مالیاتی و ... نشأت می‌گیرد.

ساختار مقاله در ادامه بدین شکل است: در بخش‌های دوم و سوم، به ادبیات و پیشینه‌ی تحقیق پرداخته می‌شود. سپس فرضیه‌های تحقیق ارائه می‌گردد. روش‌شناسی تحقیق که شامل مدل‌های تحقیق، روش آزمون فرضیه، دوره‌ی آزمون، جامعه و نمونه‌ی آماری تحقیق است، در بخش چهارم مورد بحث قرار می‌گیرد و در نهایت، یافته‌های تحقیق، نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه می‌شود.

## ۲. ادبیات تحقیق

بر اساس تحقیقات صورت گرفته، عوامل مختلفی بر سیاست تقسیم سود شرکت موثرند. برای نمونه، رُزف (۱۹۸۲) این عوامل را بدین صورت دسته بندی نموده است: ۱. هزینه‌های تامین مالی؛ ۲. محدودیت‌های تامین مالی ناشی از افزایش اهرم مالی و عملیاتی و ۳. هزینه‌های نمایندگی مالکیت بیرونی (سهام داران اقلیت). همچنین نتایج تحقیق لیتنر (۱۹۵۶)<sup>۱۰</sup> واقعیاتی را عیان کرد: ۱. تغییرات سود تقسیمی تابعی از تغییرات سودآوری شرکت در بلندمدت است؛ ۲. شرکت‌هایی که از ثبات سودآوری برخوردارند، بخش قابل توجهی از سود خود را به شکل نقدی پرداخت می‌کنند و در مقابل، شرکت‌هایی که در مرحله‌ی رشد قرار دارند، سود پرداختی کم‌تری دارند. ۳. مدیران بیش‌تر به میزان تغییرات سود تقسیمی توجه دارند تا مقدار مطلق آن.

ارتباط بین سیاست‌های مالی شرکت و ساختار مالکیت آن از طریق تحقیقات پیشین (نظیر جنسن<sup>۱۱</sup>، ۱۹۸۶)، شناسایی شده است. ترانگ و هینی<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۷) دریافتند که سهام داران مختلف (نهادی، داخلی) انگیزه‌ها و تمایلات متفاوتی دارند و در نتیجه، تاثیرات

متفاوتی بر سیاست تقسیم سود شرکت خواهند داشت. حال سؤال اصلی تحقیق این است که آیا بین سیاست تقسیم سود سهام و سطح مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی شرکت، ارتباط معناداری وجود دارد؟ و اگر چنین است، جهت این ارتباط، مثبت است یا منفی، در خصوص چگونگی تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد؛ دو دیدگاه غالب، عبارتند از: «تئوری نمایندگی و تئوری علامت دهی».

۲-۱. تئوری نمایندگی<sup>۱۳</sup>

تئوری نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیر (کارگزار) و مالک (کارگمار) اشاره دارد. با بزرگ‌تر شدن شرکت‌ها، مالکان، اداره‌ی شرکت را به مدیران تفویض کرده‌اند. جدایی مالکیت از مدیریت، منجر به مشکلات نمایندگی می‌شود. جنسن و مک‌کلینگ<sup>۱۴</sup> (۱۹۷۶) مبانی تئوری نمایندگی را مطرح نموده و مدیران را کارگزار و سهام داران را به عنوان کارگمار، تعریف نموده‌اند. تصمیم‌گیری‌های روزمره به مدیران تفویض می‌شود؛ اما آن‌ها لزوماً در جهت منافع مالکان حرکت نمی‌کنند. یکی از فرضیه‌های تئوری نمایندگی، وجود تضاد منافع بین مالک و مدیر است.

پرداخت سود سهام ممکن است به کاهش هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع کمک کند؛ زیرا سود سهام نقدی: ۱. مدیریت را مجبور به ایجاد وجوه نقد کافی برای پرداخت سود سهام می‌کند. ۲. مدیریت را وادار می‌سازد تا برای تأمین مالی پروژه‌های خود، به بازار سرمایه مراجعه کند و طبعاً اطلاعات بیشتری را در اختیار بازار قرار دهد و ۳. باعث کاهش جریان وجه نقد مازاد و هدر رفتن آن شود (لاپورتا و سایرین، ۲۰۰۰).

زخاسر و پوند<sup>۱۵</sup> (۱۹۹۰) بیان کردند سهام داران نهادی، شرکت‌ها را برای پرداخت سود سهام بیشتر، تحت فشار قرار می‌دهند. آن‌ها پرداخت سود سهام را به ننگه داری نقد ترجیح می‌دهند؛ زیرا افراد درونی سازمان ممکن است این وجه نقد آزاد را به هدر دهند (ایستربوک<sup>۱۶</sup>، ۱۹۸۴ و جنسن، ۱۹۸۶). به عبارت دیگر، سهام داران برای مقابله با هدر رفتن وجوه مازاد و کاهش هزینه‌های نمایندگی، مدیریت را وادار به توزیع بیشتر سود سهام می‌نمایند. درنتیجه، طبق این تئوری، با افزایش مالکیت نهادی، تقاضا برای توزیع سود سهام بیشتر می‌شود.

## ۲-۲. تئوری علامت دهی (پیام رسانی)<sup>۱۷</sup>

در مقابل دیدگاه نمایندگی، تئوری علامت دهی (پیام رسانی) بیان می‌کند که اعلام

سود سهام برای بازار، حاوی اطلاعاتی جدید است و مدیران می‌توانند از سود سهام برای علامت دادن و رساندن اخبار خوب به سهام داران، استفاده کنند. به عبارت دیگر، سود سهام دارای محتوای اطلاعاتی است و اطلاعات مهم مالی را مخابره می‌کند. مطابق این مفهوم، شرکت‌ها زمانی که انتظار افزایش را در سودهای آتی داشته باشند، سود سهام نقدی خود را افزایش می‌دهند. بنابراین، افزایش سود سهام نقدی حامل پیامی مبنی بر انتظار بهبود عملکرد شرکت است (اهرونی و سواری<sup>۱۸</sup>، ۱۹۸۰).

خوش طینت و حاجیان (۱۳۸۷) نیز نشان دادند که مبلغ سود تقسیمی بر حجم معاملات سهام، مؤثر است. به عبارتی، سود سهام برای سرمایه‌گذاران محتوای اطلاعاتی دارد و پیام‌هایی را به آن‌ها منتقل می‌کند. بنابراین، می‌توان استدلال کرد که مدیران می‌توانند با استفاده از تغییر میزان سود تقسیمی، اطلاعات موجود درباره‌ی شرکت را به بازار منتقل کنند. زخاسر و پوند (۱۹۹۰) بیان می‌کنند که ممکن است به سودهای سهام و سهام داران نهادی به عنوان ابزاری برای علامت دهی، نگاه شود. حضور سهامداران بزرگ ممکن است سبب کاهش استفاده از سود سهام به عنوان علامتی برای عملکرد خوب شرکت شود؛ زیرا خود این سهام داران علامتی معتبر (و حتی معتبرتر از سود سهام) هستند. تحت این دیدگاه مالکیت نهادی با سود سهام پرداختی، ارتباط منفی دارد و با افزایش مالکیت نهادی، توزیع سود سهام، کاهش می‌یابد. در ادامه، برخی شواهد تجربی در این ارتباط ارائه می‌گردد.

### ۳. پیشینه‌ی تحقیق

#### ۳-۱. تئوری نمایندگی

پوند<sup>۱۹</sup> (۱۹۸۸) دریافت که با کاهش میزان مالکیت نهادی، احتمال سوء استفاده‌ی مدیر از مسایل نمایندگی، افزایش می‌یابد. ترانگ و هینی (۲۰۰۷) نیز در بررسی شرکت‌های موجود در ۳۷ کشور، بین مالکیت نهادی با سود سهام پرداختی، رابطه‌ی مثبتی یافتند. بدین صورت که در سطوح پایین‌تر مالکیت، نهادها تمایل بیشتری به نظارت فعال بر مدیریت دارند و نیاز کم‌تری به دریافت سود سهام برای کنترل هزینه‌های نمایندگی، وجود دارد. ویلبرگ (۲۰۰۸) نیز در تحقیقی به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی با سیاست سود سهام در ۱۸۹ شرکت سوئدی پرداخت. یافته‌ها نشان داد که بین مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی، رابطه‌ی مثبت وجود دارد.

عبدالسلام و سایرین (۲۰۰۸) در تحقیقی درباره‌ی ارتباط ساختار مالکیت با سیاست‌های سود سهام در یک بازار نوظهور، نشان دادند که بین مالکیت نهادی و تصمیمات سود سهام و نسبت پرداخت سود سهام، ارتباطی مستقیم وجود دارد. بر اساس تحقیق ترانگ و هینی (۲۰۰۷) نیز با افزایش مالکیت سهام داران نهادی، مشکلات نمایندگی ایجاد شده و نیاز به پرداخت سود سهام و نظارت خارجی، بیش‌تر می‌گردد. اکبو و ورما<sup>۲۰</sup> (۱۹۹۴) بیان می‌کنند که سهام داران نهادی ترجیح می‌دهند که جریان‌ات وجوه نقد آزاد به شکل سود سهام توزیع شود تا هزینه‌های نمایندگی، کاهش یابد. بدین صورت که سهامداران نهادی با نگهداری بیش از حد وجوه نقد آزاد از سوی مدیریت، مقابله و از طریق حق رای خود، مدیر را وادار به پرداخت سود سهام می‌کنند. بنابراین، با افزایش مالکیت نهادی، تقاضا برای تقسیم سود، بیش‌تر می‌شود و این ارتباط مثبت است.

شرت و سایرین (۲۰۰۲) در تحقیقی با عنوان «ارتباط بین سیاست سود سهام و مالکیت نهادی»، از چهار مدل سود سهام برای بررسی این ارتباط استفاده نمودند. شواهد حاکی از وجود ارتباط مثبت معناداری بین این دو متغیر در هر چهار مدل استفاده شده بود. کوکی و گایزانی (۲۰۰۹) نیز دریافتند که با تمرکز بیش‌تر مالکیت در دست نهادها، توزیع سود سهام نیز بیش‌تر می‌گردد.

## ۲-۳. تئوری علامت دهی

برکلی و سایرین<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۶) بیان نمودند که سرمایه‌گذاران نهادی، حفظ وجه نقد را در دست شرکت، به توزیع آن به صورت سود سهام، ترجیح می‌دهند. کوکی و گایزانی (۲۰۰۹) در مقاله‌ای با عنوان «ساختار مالکیت و سیاست سود سهام»، به تجزیه و تحلیل تاثیر مالکیت سهام داران بر سیاست سود سهام در شرکت‌های تونسی پرداختند. آن‌ها برای بررسی این ارتباط، از ۵ مدل رگرسیونی خطی استفاده نمودند. شواهد حاصل از این مدل‌ها نشان داد بین مالکیت نهادی و سطح سود سهام توزیع شده، ارتباط معنادار منفی وجود دارد که این امر موید تئوری علامت دهی است.

جنسن و سایرین<sup>۲۲</sup> (۱۹۹۲) نیز شواهدی حاکی از وجود ارتباط منفی بین سطح مالکیت نهادی با سود سهام پرداختی از سوی شرکت، یافتند. زخاسر و پوند (۱۹۹۰) بر اساس تئوری علامت دهی ارتباطی منفی بین مالکیت نهادی با تقسیم سود، پیش‌بینی

کردند؛ اما در تحقیقی بر روی شرکت‌های آمریکایی، ارتباط معناداری بین این دو متغیر نیافتند.

مائوری و پاچوست<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۲) در تحقیقی، به شواهد حاکی از ارتباط منفی معنادار بین تمرکز مالکیت و سود سهام پرداختی در بین شرکت‌های فنلاندی، دست یافتند. جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) دریافتند که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. تمرکز یا پراکندگی مالکیت، نقش تعیین کننده و معناداری در سیاست توزیع سود شرکت‌ها ایفا نمی‌کند و بدین سان، تئوری نمایندگی، در این تحقیق، به تأیید نرسید. این تحقیق مؤید آن است که تئوری علامت دهی در توضیح رفتار شرکت‌ها در زمینه‌ی سیاست تقسیم سود، نقش معناداری بازی می‌نمایند.

با توجه به آن چه در این بخش گفته شد، مطالعات موجود شواهد متفاوتی را در مورد رابطه‌ی بین سطح مالکیت با میزان تمرکز سرمایه‌گذاری نهادی و سیاست تقسیم سود شرکت، فراهم می‌کنند.

### ۳-۳. فرضیه‌ی تحقیق

با توجه به مبانی نظری طرح شده در پیوند با سرمایه‌گذاران نهادی، فرضیه‌های تحقیق، به شرح زیر، طراحی می‌گردند:

**فرضیه‌ی ۱:** بین سطح مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و سود سهام پرداختی، رابطه‌ای معنادار، وجود دارد.

**فرضیه‌ی ۲:** بین تمرکز مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی، رابطه‌ای معنادار، وجود دارد.

### ۴. روش‌شناسی تحقیق

تحقیقات علمی را می‌توان با توجه به شیوه‌ی جمع‌آوری داده‌ها، به دو دسته‌ی آزمایشی و توصیفی، تقسیم نمود. تحقیق حاضر، تحقیقی توصیفی است که از حیث هدف، کاربردی است. در این تحقیق، برای بررسی رابطه‌ی بین مالکیت نهادی با تقسیم سود، از مدل کاملاً تعدیل شده و مدل نیمه تعدیل شده‌ی لیتنر (۱۹۵۶) و مدل واد<sup>۲۴</sup> (۱۹۶۶) استفاده شده است.

مدل شماره ۱: مدل کاملاً تعدیل شده<sup>۲۵</sup>: بر اساس این مدل، اگر تغییرات سود را دایمی در نظر بگیریم و نرخ مطلوب واحد تجاری برای سود سهام،  $r$  باشد، ارتباط بین تغییرات سود و تغییرات سود سهام برای شرکت  $t$  در زمان  $t$ ، به صورت زیر خواهد بود (یعنی تغییرات سود تقسیمی، تابعی از تغییرات سود خالص است):

$$D_{it} - D_{(t-1)i} = \alpha + r(E_{it} - E_{(t-1)i})$$

که خواهیم داشت:

$D$ : سود سهام پرداختی توسط شرکت  $i$ ؛

$E$ : سود (زیان) خالص شرکت.

با توجه به اینکه واحدهای تجاری دارای مالکیت نهادی، ممکن است  $r$  متفاوتی داشته باشند، مدل به صورت زیر در خواهد آمد:

$$D_{it} - D_{(t-1)i} = \alpha + r(E_{it} - E_{(t-1)i}) + r_1(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times INST + r_c(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times CONC$$

که خواهیم داشت:

$INST$ : درصد سهام عادی سرمایه‌گذاران نهادی شرکت در ابتدای سال؛

$CONC$ : میزان تمرکز نهادها بر ساختار سرمایه (شاخص هرفیندال هرشمن (HH)

شرکت در ابتدای سال  $t$ ). سایر متغیرها مانند قبل است.

باید یاد آور شد که تحقیقات قبلی، چند عامل را که بر سود تقسیمی شرکت اثر می‌گذارند، شناسایی کرده‌اند. برای نمونه، پور حیدری و قاسمیان سقی (۱۳۸۹) در ایران، دریافتند که اهرم و اندازه‌ی شرکت، نقش قابل توجهی در تغییرات سود تقسیمی دارند. فاما و فرنچ<sup>۲۶</sup> (۲۰۰۱) و گروگن و سایرین<sup>۲۷</sup> (۲۰۰۲) نیز اثر اندازه و اهرم (بدهی) شرکت را کنترل نمودند و نتیجه گرفتند که شرکت‌های دارای دارایی‌ها و فرصت‌های رشد کم‌تر، تمایل کم‌تری به پرداخت سود سهام دارند. همچنین شرکت‌های دارای نسبت بدهی کم‌تر، انگیزه‌ی بیش‌تری برای پرداخت سود سهام دارند. باتاچاریا<sup>۲۸</sup> (۱۹۷۹) نیز اثر رشد را کنترل نمود. وی به این نتیجه رسید که شرکت‌هایی که رشد پایین‌تری دارند، انگیزه‌ی بیش‌تری برای پرداخت سود سهام خواهند داشت. در این تحقیق، برای کنترل اثر سه متغیر مذکور، این متغیرها در مدل‌های تحقیق گنجانده شده‌اند.

در نتیجه، با وارد کردن متغیرهای کنترلی، مدل تحقیق حاضر به شرح زیر خواهد بود:

$$D_{it} - D_{(t-1)i} = \alpha + r(E_{it} - E_{(t-1)i}) + r_1(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times INST + r_c(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times CONC + r_G GROW + r_S SIZE + r_L LEV + \varepsilon \quad (1)$$



که خواهیم داشت:

GROW: درصد تغییر دارایی ها نسبت به سال قبل؛

SIZE: لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها؛

LEV: بدهی بلندمدت نسبت به مجموع دارایی ها. سایر متغیرها مانند قبل است.

در این مدل، ضریب  $I_1$  و  $I_c$  مثبت (منفی) و معنادار به ترتیب، بیان می کنند که با افزایش سطح (درصد مالکیت) و تمرکز مالکان نهادی، سود سهام پرداختی از سوی شرکت افزایش (کاهش) می یابد. ضریب  $I$  نیز مربوط به معناداری سود خالص شرکت است.

مدل شماره ۲: مدل نیمه تعدیل شده<sup>۲۹</sup>: این مدل فرض می کند که برای هر سال،  $t$ ، سطح سود سهام هدف<sup>۳۰</sup>؛  $D_{ti}^*$ ، برای شرکت  $i$  با سودخالص<sup>۳۱</sup>؛  $E_{ti}$ ، از طریق یک نسبت مطلوب  $I$  به صورت زیر مرتبط است: ( $I$ : نسبت پرداخت سود سهام هدف)

$$D_{ti}^* = I E_{ti}$$

با توجه به این که واحدهای تجاری دارای مالکیت نهادی، ممکن است  $I$  متفاوتی

داشته باشند، مدل به صورت زیر در خواهد آمد:

$$D_{ti}^* = I E_{ti} + I_1 E_{ti} \times INST + I_c E_{ti} \times CONC$$

در هر سال معین، واحد تجاری بخشی از سطح سود سهام هدف را تعدیل می کند،

بنابراین خواهیم داشت: ( $c$ : ضریب تعدیل سود تقسیمی)

$$D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha + c (D_{ti}^* - D_{(t-1)i})$$

از دو معادله ی فوق، می توان به معادله ی کلی زیر دست یافت:

$$D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha + c I E_{ti} + c I_1 E_{ti} \times INST + c I_c E_{ti} \times CONC - c D_{(t-1)i}$$

همچنین با وارد کردن متغیرهای کنترلی، مدل تحقیق حاضر به شرح زیر خواهد بود:

$$D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha + c I E_{ti} + c I_1 E_{ti} \times INST + c I_c E_{ti} \times CONC - c D_{(t-1)i} + r_G GROW + r_S SIZE + r_L LEV + \varepsilon \quad (2)$$

تعریف متغیرها مانند قبل است. در این مدل، ضریب  $I_1$  و  $I_c$  مثبت (منفی) و معنادار، بیان گر آنند که به ترتیب، با افزایش سطح (درصد مالکیت) و تمرکز مالکیت نهادی، سود سهام پرداختی از سوی شرکت، افزایش (کاهش) می یابد. ضریب  $c I$  نیز مربوط به معناداری سود خالص شرکت است.

مدل شماره ۳: مدل واد: این مدل شامل عناصری از هر دو مدل لیتنر است و ترکیبی

از دو مدل فوق، محسوب می شود. بر اساس این مدل، سود سهام هدف تابعی از سود

خالص مورد انتظار بلندمدت شرکت است (سود سهام هدف نسبتی از سود خالص مورد انتظار است): (F: نسبت سود سهام هدف به سود خالص مورد انتظار)

$$D_{ti}^* = r E_{ti}^*$$

بر اساس این مدل، تغییر در سود سهام واقعی از مکانیزم مدل نیمه تعدیل شده پیروی می‌کند؛ بنابراین خواهیم داشت: (c: ضریب تعدیل سود تقسیمی)

$$D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha + c (D_{ti}^* - D_{(t-1)i}^*)$$

سود خالص مورد انتظار از مدل زیر پیروی می‌کند:

$$E_{ti}^* - E_{(t-1)i}^* = \alpha + d (E_{ti} - E_{(t-1)i}^*)$$

با توجه به این که واحدهای تجاری دارای مالکیت نهادی، ممکن است نسبت

پرداخت متفاوتی داشته باشند، مدل به صورت زیر در خواهد آمد:

$$D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha d + cd r E_{ti} + c d r_1 E_{ti} \times INST + c d r_c E_{ti} \times CONC + (1-d-c)$$

$$D_{(t-1)i} - (1-d)(1-c) D_{(t-2)i}$$

همچنین با وارد کردن متغیرهای کنترلی، مدل تحقیق حاضر به شرح زیر خواهد بود:

$$D_{ti} - D_{(t-1)i} = \alpha d + c d r E_{ti} + c d r_1 E_{ti} \times INST + c d r_c E_{ti} \times CONC + (1-d-c)$$

$$D_{(t-1)i}$$

$$- (1-d)(1-c) D_{(t-2)i} + r_G GROW + r_S SIZE + r_L LEV + \varepsilon \quad (3)$$

تعریف متغیرها مانند قبل است. در این مدل نیز ضریب  $c d r_1$  و  $c d r_c$  مثبت (منفی) و

معنادار، بیان گر آن است که به ترتیب با افزایش درصد مالکیت و تمرکز نهادها، سود سهام

پرداختی از سوی شرکت، افزایش (کاهش) می‌یابد. ضریب  $(1-d-c)$  و

$[(1-d)(1-c)]$  نیز به ترتیب مربوط به معناداری سود خالص، سود سهام توزیع شده‌ی

سال قبل و دو سال قبل شرکت است. ضرایب  $r_G$  و  $r_S$  و  $r_L$  در هر سه مدل فوق، به ترتیب

مربوط به معناداری رشد، اندازه و اهرم شرکت است.

در این تحقیق، برای هر یک از ضرایب جزئی رگرسیون، از آزمون t استیودنت و برای

معناداری مدل رگرسیونی، از آماره‌ی فیشر (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان، استفاده شده

است.

#### ۴-۱. دوره‌ی مورد آزمون، جامعه و نمونه‌ی آماری تحقیق

دوره‌ی مورد تحقیق یک دوره‌ی زمانی ده ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های

۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸ است. البته با توجه به این موضوع که برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، نیاز

به محاسبه‌ی تغییرات سال "t" نسبت به سال "t-۲" بوده، عملاً دوره‌ی تحقیق محدود به هشت سال (۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸) است.

شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران، جامعه‌ی آماری این تحقیق را تشکیل می‌دهند. از بین این شرکت‌ها، شرکت‌های واسطه‌گری مالی، به سبب ماهیت خاص فعالیت، حذف شده‌اند. در این تحقیق، شرکت‌هایی مدنظر قرار خواهند گرفت که:

۱. سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ختم شود.
۲. از سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸ در بورس حضور داشته باشند.
۳. شرکت بین سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸ تغییر سال مالی نداده باشد.
۴. اطلاعات موردنیاز شرکت در دسترس باشد.
۵. شرکت بین سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸ وقفه‌ی عملیاتی نداشته باشد.
۶. شرکت در هر سال، حداقل ۷۰ روز معاملاتی داشته باشد.

#### ۵. یافته‌های تحقیق

داده‌های مربوط به شرکت‌های عضو نمونه، از منابعی چون تدبیرپرداز، دناسهم، ره‌آورد با نرم‌افزار SPSS نسخه ۱۵ نوین، سایت بورس و ... استخراج و به صفحه‌ی گسترده‌ی اکسل منتقل شد. پس از انجام محاسبات لازم برای متغیرها، آزمون‌های آماری مورد نیاز انجام شد.

#### ۵-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق که شامل سود سهام پرداختی (D)؛ سطح مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی (INST)، تمرکز مالکیت نهادی (CONC)، رشد (GROW)؛ اندازه‌ی شرکت (SIZE) و اهرم (LEV) است که، در جدول شماره ۱ آورده شده است. آماره‌های توصیفی این تحقیق، شامل تعداد مشاهدات، حداقل، حداکثر، میانگین و انحراف معیار است.

جدول ۱: آمار توصیفی داده‌های تحقیق

متغیر	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
$D_{ti} - D_{(t-1)i}$	-۵۲۸۹۱۲۶/۳۰	۸۸۸۷۶۱۲/۰۰	۲۰۶۱۷/۲۴	۵۳۷۶۵۹/۹۸
$(E_{ti} - E_{(t-1)i})$	-۳۰۲۴۸۰۹/۰۰	۲۸۸۹۶۰۱/۰۰	۲۸۴۵۱/۹۰	۲۴۹۱۹۵/۳۴
$(E_{ti} - E_{(t-1)i}) \times INST$	-۷۶۲۵۵۴/۳۵	۶۸۲۸۱۲/۷۲	۸۹۱۵/۶۷	۷۰۴۵۷/۳۶
$(E_{ti} - E_{(t-1)i}) \times CONC$	-۱۱۱۴۲۰/۲۸	۱۶۹۶۹۶/۸۷	۲۱۴۷/۰۶	۱۵۷۸۷/۲۰
$E_{ti}$	-۹۵۴۶۸/۰۰	۶۸۱۴۱۱۴/۰۰	۱۹۷۹۱۲/۷۱	۶۸۳۸۳۴/۶۵
$E_{ti} \times INST$	-۷۲۵۵۵/۶۸	۱۸۷۵۹۲۵/۵۸	۶۸۸۷۴/۹۸	۱۸۶۲۴۵/۸۴
$E_{ti} \times CONC$	-۲۸۵۸۳/۱۲	۲۷۸۸۹۶/۵۸	۱۹۳۶۸/۵۶	۳۸۳۷۶/۲۳
$D_{(t-1)i}$	۰/۰۰	۵۳۵۳۸۹۲/۳۰	۱۴۲۱۷۸/۶۵	۵۰۱۰۱۰/۳۵
$D_{(t-2)i}$	۰/۰۰	۵۳۵۳۸۹۲/۳۰	۱۳۰۱۶۲/۱۷	۴۸۰۵۸۶/۷۴
GROW	-۰/۴۱	۱۱/۱۷	۰/۲۷	۰/۵۸
SIZE	۱۹/۹۴	۳۱/۵۹	۲۴/۹۳	۲/۲۶
LEV	۰/۰۰	۰/۶۸	۰/۰۸	۰/۰۸

## ۲-۵. آمار تحلیلی

در این بخش، آزمون فرضیه‌ها با استفاده از مدل‌های سه گانه‌ی رگرسیونی، مورد بحث قرار می‌گیرد.

جدول ۲: نتایج حاصل از مدل (۱)

$D_{it} - D_{(t-1)i} = -891926/28 + 1/77(E_{it} - E_{(t-1)i}) - 12/15(E_{it} - E_{(t-1)i}) * INST +$ $26/41(E_{it} - E_{(t-1)i}) * CONC + 23950/51GROW_{it} +$ $36741/93SIZE_{it} - 85704/83LEV_{it} + \varepsilon_{it}$			
معناداری	آماره t	ضریب متغیر	متغیر
۰/۰۰۱	-۳/۳۴	-۸۹۱۹۲۶/۲۸	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۵/۳۱	۱/۷۷	$(E_{it} - E_{(t-1)i})$
۰/۰۰۰	-۷/۸۴	-۱۲/۱۵	$(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times INST$
۰/۰۰۰	۸/۲۸	۲۶/۴۱	$(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times CONC$
۰/۵۴۹	۰/۶۰	۲۳۹۵۰/۵۱	GROW
۰/۰۰۱	۳/۴۲	۳۶۷۴۱/۹۳	SIZE
۰/۷۸۴	-۰/۲۸	-۸۵۷۰۴/۸۳	LEV
D.W: ۱/۹۸	F آماره: ۱۹/۵۰	$R^2$ : ۰/۲۰ تعدیل شده	

آماره F نشان دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. ضریب متغیر و آماره t متغیر  $(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times INST$  از وجود یک رابطه معکوس و معنادار بین سطح مالکیت سرمایه‌گذاری نهادی با سود سهام توزیع شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد، خبر می‌دهد. از طرفی، آماره t متغیر  $(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times CONC$  نشان می‌دهد که رابطه مستقیم معناداری بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی با توزیع سود سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد، وجود دارد.

همچنین با توجه به جدول فوق، سود خالص و اندازه‌ی شرکت نیز با توزیع سود سهام بین سهام‌داران، رابطه‌ی مستقیم دارند و این در حالی است که سایر متغیرهای کنترل (اهرم و رشد)، رابطه‌ی معناداری با سود سهام نقدی ندارند.

پس از حذف متغیرهای بی‌معنی (اهرم و رشد) در سطح اطمینان ۹۵ درصد، نتایج

زیر حاصل می‌شود:

جدول ۳: نتایج حاصل از مدل (۱) پس از حذف متغیرهای بی‌معنی

$D_{it} - D_{(t-1)i} = -902986/45 + 1/78(E_{it} - E_{(t-1)i}) - 12/23(E_{it} - E_{(t-1)i}) * INST + 26/61(E_{it} - E_{(t-1)i}) * CONC + 37172/81SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	-۹۰۲۹۸۶/۴۵	-۳/۳۹	۰/۰۰۱
$(E_{it} - E_{(t-1)i})$	۱/۷۸	۵/۴۱	۰/۰۰۰
$(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times INST$	-۱۲/۲۳	-۷/۹۶	۰/۰۰۰
$(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times CONC$	۲۶/۶۱	۸/۴۱	۰/۰۰۰
SIZE	۳۷۱۷۲/۸۱	۳/۴۹	۰/۰۰۱
R <sup>2</sup> : ۰/۲۰ تعدیل شده		F آماره: ۲۹/۲۴	D.W: ۱/۹۷

آماره‌ی F همچنان حاکی از معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است؛ با این تفاوت که مدل به دست آمده پس از حذف متغیرهای بی‌معنی، برازش بیشتری دارد. R<sup>2</sup> مدل نشان می‌دهد که حدود ۲۰ درصد از تغییرات در سود سهام پرداختی شرکت به وسیله‌ی متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. آماره‌ی دوربین واتسون نیز خبر از عدم همبستگی در جزو اخلاص مدل دارد.

ضریب و آماره t متغیر  $(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times INST$  نیز رابطه‌ی معکوس و معناداری را بین سطح مالکیت سرمایه‌گذاری نهادی و سود سهام توزیع شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان می‌دهد. از طرفی آماره t متغیر  $(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times CONC$  نشان می‌دهد که رابطه‌ی مستقیم معنادار بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی و توزیع سود سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد، همچنان برقرار است. بنابراین فرضیه‌های تحقیق بر اساس مدل (۱)، تأیید می‌شوند. جدول شماره‌ی ۴، نتایج حاصل از مدل (۲) را نشان می‌دهد.

جدول ۴: نتایج حاصل از مدل (۲)

$D_{it} - D_{(t-1)i} = -642372/66 + 0/93 E_{it} - 1/55 E_{it} * INST + 1/70 E_{it} * CONC$ $- 0/83 D_{(t-1)i} + 34558/83 GROW_{it} + 26776/03 SIZE_{it}$ $- 15393/44 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	-۶۴۲۳۷۲/۶۶	-۲/۵۱	۰/۰۱۲
$E_{it}$	۰/۹۳	۷/۵۰	۰/۰۰۰
$E_{it} \times INST$	-۱/۵۵	-۲/۷۰	۰/۰۰۷
$E_{it} \times CONC$	۱/۷۰	۱/۳۶	۰/۱۷۵
$D_{(t-1)i}$	-۰/۸۳	-۱۱/۹۶	۰/۰۰۰
GROW	۳۴۵۵۸/۸۳	۰/۹۱	۰/۳۶۳
SIZE	۲۶۷۷۶/۰۳	۲/۵۸	۰/۰۱۰
LEV	-۱۵۳۹۳/۴۴	-۰/۰۵	۰/۹۵۸
$R^2$ : ۰/۲۸ تعدیل شده		F آماره: ۲۶/۶۱	D.W: ۱/۹۵

معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۰/۹۵، از طریق آماره F مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب و آماره t متغیر  $E_{it}$  نیز نشان می‌دهد که ارتباط مثبتی بین سود خالص و سود سهام پرداختی، برقرار است. ضریب متغیر  $D_{(t-1)i}$  (یعنی -c) بیان‌گر رابطه‌ی مثبتی بین این متغیر و تغییرات سود سهام پرداختی است. آماره  $t$ ،  $E_{it} \times INST$  نیز خبر از رابطه‌ی ای معکوس و معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌دهد. با این حال، رابطه‌ی معناداری بین سود سهام پرداختی با تمرکز نهادی بر اساس این مدل، یافت نشده است. بنابراین نتایج این مدل تایید کننده‌ی فرضیه‌ی دوم، مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار بین تمرکز مالکان نهادی و سود سهام پرداختی، نخواهد بود.

اندازه‌ی شرکت با تغییرات سود سهام پرداختی، رابطه‌ی مثبت و معنادار دارند. بدین معنا که شرکت‌های بزرگ‌تر T هر سال نسبت به سال قبل، سود سهام بیش‌تری را توزیع می‌نمایند. باید یاد آور شود که میزان اهرم مالی و رشد شرکت با تغییرات سود سهام پرداختی، رابطه‌ی معناداری ندارند. جدول شماره ۵ نتایج حاصل از این مدل را پس از

حذف متغیرهای بی معنی (تمرکز نهادی، اهرم و رشد) نشان می‌دهد.

جدول ۵: نتایج حاصل از مدل (۲) پس از حذف متغیرهای بی معنی

$D_{it} - D_{(t-1)i} = -692321/88 + 0/82 E_{it} - 0/89 E_{it} * INST - 0/84 D_{(t-1)i} + 29520/08 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	-۶۹۲۳۲۱/۸۸	-۲/۷۳	۰/۰۰۷
$E_{it}$	۰/۸۲	۸/۵۹	۰/۰۰۰
$E_{it} \times INST$	-۰/۸۹	-۲/۷۳	۰/۰۰۷
$D_{(t-1)i}$	-۰/۸۴	-۱۲/۱۰	۰/۰۰۰
SIZE	۲۹۵۲۰/۰۸	۲/۸۹	۰/۰۰۴
$R^2$ : ۰/۲۸ تعدیل شده		F آماره: ۴۵/۸۴	D.W: ۱/۹۵

آماره‌ی F همچنان حاکی از معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد، است. همان طور که مشاهده می‌شود، با حذف متغیرهای بی معنی، برازش مدل بهتر شده است.  $R^2$  مدل نشان می‌دهد که حدود ۲۸ درصد از تغییرات در سود سهام پرداختی شرکت به وسیله‌ی متغیرهای مستقل، توضیح داده می‌شود. دوربین واتسون مدل نشان می‌دهد که بین اجزای خطای مدل، خود همبستگی وجود ندارد.

ضریب و آماره t متغیر  $(E_{it} - E_{(t-1)i}) \times INST$  نیز رابطه‌ی معکوس و معناداری را بین سطح مالکیت سرمایه‌گذاری نهادی و سود سهام توزیع شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد، نشان می‌دهد. این امر موید فرضیه‌ی اول تحقیق، مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار بین سطح مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی شرکت است. جدول شماره ۶، نتایج حاصل از مدل (۳) را نشان می‌دهد.



جدول ۶: نتایج حاصل از مدل (۳)

$D_{it} - D_{(t-1)i} = -661993/30 + 0/88 E_{it} - 2/01 E_{it} * INST + 2/38 E_{it} * CONC$ $- 0/88 D_{(t-1)i} + 0/33 D_{(t-2)i} + 37085/65 GROW_{it} +$ $27230/90 SIZE_{it} - 52036/57 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$			
معناداری	آماره t	ضریب متغیر	متغیر
۰/۰۰۸	-۲/۶۶	-۶۶۱۹۹۳/۳۰	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۷/۳۲	۰/۸۸	$E_{ti}$
۰/۰۰۰	-۳/۵۶	-۲/۰۱	$E_{ti} \times INST$
۰/۰۴۹	۱/۹۷	۲/۳۸	$E_{ti} \times CONC$
۰/۰۰۰	-۱۲/۸۷	-۰/۸۸	$D_{(t-1)i}$
۰/۰۰۰	۵/۱۷	۰/۳۳	$D_{(t-2)i}$
۰/۳۱۵	۱/۰۱	۳۷۰۸۵/۶۵	GROW
۰/۰۰۷	۲/۷۰	۲۷۲۳۰/۹۰	SIZE
۰/۸۵۶	-۰/۱۸	-۵۲۰۳۶/۵۷	LEV
D.W: ۱/۹۳	F آماره: ۲۷/۹۶	$R^2$ : ۰/۳۲ تعدیل شده	

آماره F معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده را در سطح اطمینان ۰/۹۵ تایید می‌کند. ضریب و آماره t متغیر  $E_{ti}$  نیز نشان می‌دهد که ارتباط مثبتی بین سود خالص و سود سهام پرداختی، برقرار است. آماره t،  $E_{ti} \times INST$  نیز خبر از رابطه‌ی معکوس و معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌دهد. آماره t،  $E_{ti} \times CONC$  نیز خبر از رابطه‌ی مستقیم معناداری با متغیر وابسته می‌دهد. اندازه‌ی شرکت با تغییرات سود سهام پرداختی، رابطه‌ی مثبت و معنادار دارند؛ بدین معنا که شرکت‌های بزرگ‌تر، هر سال نسبت به سال قبل، سود سهام بیشتری را توزیع می‌نمایند. باید یاد آور شود که میزان اهرم مالی و رشد شرکت با تغییرات سود سهام پرداختی، رابطه‌ی معناداری ندارند. جدول شماره ۷ نتایج حاصل از این مدل را پس از حذف متغیرهای بی‌معنی (اهرم و رشد) نشان می‌دهد.

جدول ۷: نتایج حاصل از مدل (۳) پس از حذف متغیرهای بی‌معنی

$D_{it} - D_{(t-1)i} = -617350/49 + 0/89 E_{it} - 2/06 E_{it} * INST + 2/56 E_{it} * CONC$ $- 0/88 D_{(t-1)i} + 0/33 D_{(t-2)i} + 25494/25 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$			
معناداری	آماره t	ضریب متغیر	متغیر
۰/۰۰۷	-۲/۷۱	-۶۷۲۸۰۱/۰۹	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۷/۴۱	۰/۸۹	$E_{it}$
۰/۰۰۰	-۳/۶۱	-۲/۰۳	$E_{it} \times INST$
۰/۰۳۹	۲/۰۷	۲/۴۹	$E_{it} \times CONC$
۰/۰۰۰	-۱۲/۸۹	-۰/۸۸	$D_{(t-1)i}$
۰/۰۰۰	۵/۱۶	۰/۳۳	$D_{(t-2)i}$
۰/۰۰۶	۲/۷۸	۲۷۸۴۹/۶۴	SIZE
D.W: ۱/۹۲	F آماره: ۳۷/۱۹	$R^2$ : ۰/۳۲ تعدیل شده	

آماره F حاکی از معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد و بهتر شدن برازش مدل، پس از حذف متغیرهای بی‌معنی است.  $R^2$  مدل نشان می‌دهد که حدود ۳۲ درصد از تغییرات در سود سهام پرداختی شرکت، به وسیله متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. دوربین واتسون مدل حاکی از عدم همبستگی بین اجزای خطا است. ضریب و آماره t متغیر  $E_{it} \times INST$  نیز رابطه‌ی معکوس و معناداری را بین سطح مالکیت سرمایه‌گذاری نهادی و سود سهام توزیع شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد، نشان می‌دهد. این امر موید فرضیه‌ی اول تحقیق مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار بین سطح مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی شرکت است. ضریب و آماره t متغیر  $E_{it} \times CONC$  رابطه‌ی مستقیم و معناداری را با سود سهام پرداختی نشان می‌دهد که موید فرضیه‌ی دوم تحقیق، یعنی وجود رابطه‌ی معنادار بین تمرکز مالکان نهادی و سود سهام پرداختی است.

## ۶. نتیجه‌گیری

یکی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده‌ای است، ظهور

سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان مالکان سرمایه است. سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه پذیر برخوردار بودند و می‌توانند سیاست‌های آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهند. یکی از این خطی‌مشی‌ها و سیاست‌ها، مربوط به توزیع سود سهام از سوی شرکت است. بنابراین انتظار می‌رود بین سطح مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، رابطه‌ای منطقی وجود داشته باشد. در تحقیق حاضر، دو نگرش رقیب (یعنی تئوری نمایندگی و تئوری علامت دهی) در مورد سرمایه‌گذاران نهادی، مورد آزمون قرار گرفت. در این تحقیق، برای آزمون رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست‌های تقسیم سود، از ۳ مدل (مدل کاملاً تعدیل شده و نیمه تعدیل شده لیتنر، ۱۹۵۶ و مدل واد، ۱۹۶۶) استفاده گردید. به طور کلی، یافته‌های تحقیق در پیوند با تأثیر منفی سرمایه‌گذاران نهادی بر سود سهام پرداختی، شواهد قوی فراهم می‌آورد. به علاوه، یافته‌های به دست آمده از مدل‌های تحقیق، بیان‌گر وجود یک رابطه‌ی مثبت بین تمرکز مالکیت نهادی با سود سهام پرداختی هستند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها، در جدول شماره ۸، به تصویر کشیده شده‌است.

#### جدول ۸: نتایج حاصل از مدل‌ها

مدل	فرضیه‌ی اول	فرضیه‌ی دوم
۱	رابطه‌ی منفی معنادار وجود دارد.	رابطه‌ی مثبت معنادار وجود دارد.
۲	رابطه‌ی منفی معنادار وجود دارد.	رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.
۳	رابطه‌ی منفی معنادار وجود دارد.	رابطه‌ی مثبت معنادار، وجود دارد.

بر اساس یافته‌های تحقیق، حضور مالکان نهادی سبب کاهش سود سهام پرداختی می‌شود. این امر می‌تواند بیان‌گر آن باشد که سرمایه‌گذاران نهادی، حفظ وجه نقد را در دست شرکت، بر توزیع آن به صورت سود سهام، ترجیح می‌دهند. اثر منفی سرمایه‌گذاران نهادی بر سود سهام پرداختی را نیز می‌توان به تئوری علامت دهی، ربط داد. بنابراین می‌توان گفت وجود سرمایه‌گذاران نهادی سبب کاهش استفاده از سود سهام به عنوان علامتی برای عملکرد خوب شرکت می‌شود. این نتایج با یافته‌های برکلی و سایرین (۲۰۰۶) و زخاسر و پوند (۱۹۹۰) مطابقت دارد. از طرف دیگر، نتایج تحقیق از وجود یک

رابطه‌ی مثبت بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی با سود سهام پرداختی از سوی شرکت، خبر می‌دهد. این امر بیان‌گر آن است که مطابق با تئوری نمایندگی، با افزایش تمرکز سهام‌داران نهادی، شرکت‌ها برای پرداخت سود سهام، تحت فشار بیش‌تری قرار می‌گیرند. این امر بدین دلیل است که افراد درونی سازمان ممکن است این وجه نقد آزاد را هدر دهند. علاوه بر این، هر سه مدل موجود، بیان‌گر وجود یک رابطه‌ی مثبت بین تمرکز مالکان نهادی با سود سهام پرداختی هستند. البته بر اساس مدل دوم، این رابطه را نمی‌توان معنادار دانست. به هر حال، می‌توان از نتایج تحقیق چنین استنباط کرد که تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی به افزایش سود سهام پرداختی از سوی شرکت، گرایش دارد. این یافته‌ها مطابق با نتایج تحقیق کوکی و گایزانی (۲۰۰۹) است. همچنین در تحقیق حاضر، رابطه‌ی مثبت معناداری بین اندازه‌ی شرکت و سود سهام یافت شد.

## ۷. پیشنهادها

### ۷-۱ پیشنهادهای حاصل از تحقیق

با توجه به یافته‌های تحقیق، پیشنهاد می‌شود که توزیع سود سهام برای سرمایه‌گذاران مطلوبیت دارد، هنگام سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، متغیر ترکیب سرمایه‌گذاران را می‌تواند به عنوان یک عامل موثر بر تقسیم سود، در نظر بگیرند.

### ۷-۲ پیشنهادهایی برای تحقیقات آینده

۱. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آینده، تاثیر سایر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی از قبیل هیات مدیره، حسابرس مستقل، کنترل‌های داخلی و ...، بر سیاست تقسیم سود شرکت بررسی شود.

۲. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آینده، متغیرهایی نظیر سهام در اختیار مدیران کنترل

شود.

۳. از آن جا که برخی از سرمایه‌گذاران نهادی، دارای دیدگاه بلندمدت هستند و نماینده‌ای در هیات مدیره‌ی شرکت منصوب می‌کنند و دارای انگیزه‌ی بیش‌تری برای نظارت بر مدیریت هستند (سرمایه‌گذاران نهادی فعال) و برخی دیگر دارای دید کوتاه مدت و گذرا بوده، تنها به سودهای کوتاه مدت علاقه مندند (سرمایه‌گذاران نهادی غیر فعال)، پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آینده، ماهیت ارتباط بین مالکیت نهادی با سیاست‌های

تقسیم سود شرکت، از طریق تقسیم سرمایه‌گذاران نهادی به نهادهای با نماینده در هیات مدیره و نهادهای بدون نماینده در هیات مدیره، تقسیم و بررسی گردد.

#### یادداشت‌ها

- |  |                                     |
|--|-------------------------------------|
| 1. Bushee                              | 2. Velury and Jenkins               |
| 3. Grace, Hsu and Koh                  | 4. Kouki and Guizani                |
| 5. Wiberg                              | 6. Abdelsalam, El-Masry, Elsegini   |
| 7. Short, Zhang and Keasey             | 8. LaPorta, Lopez, Shleifer, Vishny |
| 9. Rozeff                              | 10. Lintner                         |
| 11. Jensen                             | 12. Truong and Heaney               |
| 13. Agency theory                      | 14. Jensen and Meckling             |
| 15. Zeckhauser and Pound               | 16. Easterbrook                     |
| 17. Signaling Theory                   | 18. Aharony and Swary               |
| 19. Pound                              | 20. Eckbo and Verma                 |
| 21. Barclay, Holderness & Sheehan      | 22. Jensen, Solberg & Zorn          |
| 23. Maury and Pajuste                  | 24. Waud                            |
| 25. Full Adjustment Model              | 26. Fama and French                 |
| 27. Grullon, Gustavo and Roni Michaely | 28. Bhattacharya                    |
| 29. Partial Adjustment Model           | 30. Target level of dividend        |

#### منابع

##### الف. فارسی

- پورحیدری، امید و قاسمیان سقی، علی. (۱۳۸۹). بررسی رابطه‌ی بین تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات سود تقسیمی با توجه به ویژگی‌های خاص شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۲ (۱): ۳۹-۶۶.
- جهانخانی، علی و قربانی، سعید. (۱۳۸۴). شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده‌ی سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۷: ۲۰-۴۸.
- حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). بررسی رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۵۲: ۱۰۷-۱۲۲.

خوش طینت، محسن و حاجیان، نجمه. (۱۳۸۷). تأثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۵۱: ۳-۱۸.

نوروش، ایرج ابراهیمی کردلر، علی. (۱۳۸۴). بررسی و تبیین رابطه‌ی ترکیب سهام داران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۴۲: ۹۷-۱۲۴.

#### ب. انگلیسی

- Abdelsalam, Omneya, El-Masry, Ahmed and Elsegini, Sabri. (2008). Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market Further Evidence from CASE 50. *Managerial Finance*, 12: 953-964.
- Aharony J., and Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, 5: 1-12.
- Barclay, M., Holderness, C. and Sheehan, D. (2006). Dividends and Corporate Shareholders. Working Paper, University of Rochester.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy and the "Bird in the Hand" Fallacy. *Bell Journal of Economics*: 10 (1): 259-270.
- Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, *Accounting Review*, 73: 305-334.
- Easterbrook, F.H., (1984). Two Agency-cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74 (4): 650-659.
- Eckbo, B. E., Verma, S. (1994). Managerial Shareownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy. *Journal of Corporate Finance*: 1: 33- 62.
- Fama, E. and French, K. (2001). Disappearing Dividends: Changing firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?. *Journal of Financial Economics*, 60:3-43.
- Grace, C. M. Hsu and Koh, Ping-Sheng. (2005), Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia, *Corporate Governance*, 6: 809-823.
- Grullon, Gustavo and Roni Michaely. (2002), Dividends, Share Repurchase and the Substitution Hypothesis. *Journal of Finance*, 57: 1649-1684.

- Jensen, G., Solberg, D. and Zorn, T. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27: 247–263.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *AEA Papers and Proceedings*, 76 (2): 323–329.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Kouki, Mondher and Guizani, Moncef. (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*, 25 (1): 42-53.
- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., (2000). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*, 55: 1–33.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*, 46: 97– 113.
- Maury, C and Pajuste, A. (2002). Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland, Working Paper, Stockholm School of Economics.
- Pound, J. (1988), Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight, *Journal of Financial Economics*, 20: 237-65.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5: 249–259.
- Short, H., Zhang, Hao and Keasey, Kevin. (2002). The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8: 105–122.
- Truong, T. and Heaney, R. (2007). Largest Shareholder and Dividend Policy around the World, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47: 667–687.
- Velury, U. and Jenkins, D. S. (2006). Institutional Ownership and The Quality of Earnings, *Journal of Business Research*, 59: 1043-1051.
- Waud, R. (1966). Small Sample Bias Due to Misspecification in the ‘Partial Adjustment’ and ‘Adapted Expectations’ Models. *Journal of the American Statistical Association*, 134 -145.

- Wiberg, D. (2008). Ownership, Dividends, R&D and Retained Earnings – are Institutional Owners Short-term Oriented?. Working paper. The Royal Institute of technology. Centre of Excellence for Science and Innovation Studies (CESIS).<http://www.cesis.se>.
- Zeckhauser, R. J. and Pound, J. (1990). Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance. *In: Hubbard, R.G. (Ed.), Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment. University of Chicago Press, Chicago, 149-180.*