

## بررسی تأثیر رقابت بازار محصول بر رابطه بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

داریوش دموری<sup>۱</sup>  
مینو ایزدی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۱/۲۷ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۳/۳۱

### چکیده

هدف از انجام این پژوهش بررسی تأثیر تمرکز مالکیت به عنوان یک سازوکار داخلی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود بوده است. به علاوه در این پژوهش از متغیر رقابت بازار محصول به عنوان یک معیار بیرونی حاکمیت شرکتی جهت تعدیل رابطه بین این دو متغیر استفاده شده است. به منظور دستیابی به این هدف، تعداد ۷۰ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته‌اند. به دلیل نوع داده‌های پژوهش از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج بررسی‌های پژوهش جاری نشان داد که شرکت‌های با تمرکز بالا در مالکیت، سود نقدی بیشتری را بین سهامداران خود تقسیم کرده‌اند. که این تأثیر گذاری مثبت در محیط‌های رقابتی پایین بیشتر بوده است به بیان دیگر در محیط‌های کمتر رقابتی تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود بیشتر بوده است.

**واژه‌های کلیدی:** تمرکز مالکیت، سیاست تقسیم سود، رقابت در بازار محصول، هزینه‌های نمایندگی.

۱- استادیار گروه حسابداری مالی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران. (نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات)  
d.damoori@yazd.ac.ir

۲- کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران.

## ۱- مقدمه

یکی از اطلاعاتی که سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری در خصوص خرید یا فروش سرمایه‌گذاری به آن توجه می‌کنند میزان سود تقسیم شده به وسیله شرکت است. هر سرمایه‌گذار با توجه به مطلوبیت و هدف‌های خود در سهام شرکتی سرمایه‌گذاری می‌کند که با اهدافش منطبق باشد (مهدوی و رضایی، ۱۳۹۲). بنابراین سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. به رغم اینکه پرداخت سود تقسیمی بطور مستقیم سهامداران را بهره‌مند می‌سازد، توانایی شرکت در انباشت سود به منظور بهره‌گیری از فرصت‌های رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (بیکر و پاول ۱، ۲۰۰۵). مطالعات اخیر نشان می‌دهد که مشکل نمایندگی عامل مهمی در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها به شمار می‌رود. براساس تئوری نمایندگی، اغلب انتظار می‌رود که مدیران، فعالیت‌هایی را انجام دهند که برای سهامداران پرهزینه باشد و حتی قراردادهای بین مدیران و شرکت‌ها نیز نمی‌تواند مانع از فعالیت‌های فرصت‌طلبانه مدیران شود؛ بنابراین، سهامداران فاقد قدرت کنترل، نیازمند ساختاری برای نظارت هستند (بهانج و برین ۲، ۲۰۰۸). رابطه میان سیاست تقسیم سود و هزینه‌های نمایندگی پیشرفتی اخیر در تئوری مالی شرکت بوده و متمرکز بر این مسأله است که سیاست تقسیم سود چگونه می‌تواند در کاهش هزینه نمایندگی استفاده شود (کوکوی و گوزان ۳، ۲۰۰۹). سود سهام دریافتی توسط سهامداران اقلیت، به عملکرد کارای سیستم قانونی کشور و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بستگی دارد؛ به گونه‌ای که بتوانند تضادهای نمایندگی را محدود کرده، افراد درون شرکت و سهامداران کنترل‌کننده را به توزیع وجه نقد مجبور کنند (بوث و ژو ۴، ۲۰۰۹). ساختار مالکیت از طریق نحوه حکمرانی و اتخاذ سیاست‌های کارآمد بر عملکرد شرکت‌ها از جمله سیاست تقسیم سود و پرداخت سود سهام تأثیر دارد. سهامداران عمده قدرت اظهار نظر قابل توجهی بر تصمیمات کلیدی سیاست تقسیم سود دارند (کوکوی و گوزان، ۲۰۰۹).

علاوه بر مکانیزم‌های حاکمیتی درون شرکتی، رقابت بین شرکت‌ها می‌تواند مکانیزمی خارجی برای کنترل رفتار مدیران باشد. رقابت موجب بهبود عملکرد مدیران و اتخاذ تصمیمات بهینه می‌شود، چون عدم موفقیت در این موارد، ورشکستگی و از دست دادن بازار را به دنبال دارد (انوار رستمی و همکاران، ۱۳۹۲). در پژوهش‌های قبلی انجام شده در حیطه موضوع پژوهش تأثیر تمرکز مالکیت، رقابت بازار محصول و سیاست تقسیم سود به صورت دو به دو یا تأثیر این سه متغیر به صورت همزمان مورد بررسی قرار گرفته است در حالی که در این پژوهش علاوه بر اینکه تأثیر

تمرکز مالکیت به عنوان یک سازوکار داخلی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود بررسی شده است، تأثیر رقابت بازار محصول به عنوان یک سازوکار خارجی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفته است.

## ۲- چارچوب نظری

### • تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود

یکی از مقوله‌های مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت می‌باشد تا با استفاده از آن بتوان راهبردی‌های لازم برای عملکرد بهتر شرکت و همچنین افزایش سهام آن‌ها تدوین نمود. ساختار مالکیت از طریق نحوه حکمرانی و اتخاذ سیاست‌های کارآمد بر عملکرد شرکت‌ها از جمله سیاست تقسیم سود و پرداخت سود سهام تأثیر دارد (اسماعیل زاده مقری و همکاران، ۱۳۹۴). در مدل نمایندگی تقسیم سود بیان می‌دارد که پرداخت سود کمک می‌کند تا بر مسائل نمایندگی بین سهامداران داخلی و خارجی شرکت از طریق توزیع وجه نقد طبق نظر مدیران نظارت شود و شرکت‌ها را وادار کند تا با بازار سرمایه در تعامل متقابل باشد (فیدرموک و جاکوب، ۵، ۲۰۱۰). روزف ۶ (۱۹۸۲) و ایاستربروک ۷ (۱۹۸۴) بیان نمودند که سیاست تقسیم سود می‌تواند هزینه نمایندگی را از طریق اجبار مدیریت به تقارن بیشتر با بازار سهام کاهش دهد. زیرا هنگامی که سهام جدید منتشر می‌شود مدیران توسط بازار سهام نظارت می‌شود (آلوی، ۸، ۲۰۰۹).

در زمینه ارتباط تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود، دو دیدگاه وجود دارد: دیدگاه اول بر این اساس استوار است که شرکت‌هایی که تعداد و درصد سهامداران بیرونی آن‌ها کم است، به توزیع سود تمایلی ندارند؛ زیرا با توجه به نظریه هزینه نمایندگی با افزایش پراکندگی مالکیت (تعداد) و درصد سهامداران بیرونی، سود سهام نقدی مورد مطالبه سهامداران افزایش می‌یابد (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴). افزون بر این در شرکت‌های با تمرکز مالکیتی زیاد برای بهبود نظم مالی یا همگرایی منافع بین مدیران و سهامداران، ضرورتی برای توزیع سود بیشتر نیست؛ زیرا در غیاب تضادهای نمایندگی، سهامداران به اندازه کافی اطمینان دارند که جریان‌های نقدی شرکت به گونه‌ای صحیح استفاده می‌شود. بنابراین، انتظار می‌رود که سود کمتری توزیع شود و در نتیجه رابطه تمرکز مالکیت و تقسیم سود، معکوس باشد (هارادا و نگوین، ۹، ۲۰۰۶). در دیدگاه دوم (نظارت فعال) چنین استدلال می‌شود که پرداخت سود تقسیمی، جایگزینی برای نظارت به شمار می‌رود (روزف، ۱۹۸۲). به دلیل نظارت فعال سهامداران عمده، تصمیمات شرکت بهتر با منافع سهامداران همراه است و این امر باید به افزایش ارزش شرکت منجر شود. در واقع، شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز از شاخص عملکرد بهتری برخوردارند. به این دلیل که نظارت بیشتر از جانب سهامداران عمده تضمین می‌کند که

منابع شرکت کمتر در پروژه‌هایی با کیفیت ضعیف هدر داده می‌شوند، مفهوم ضمنی این امر این است که وجه نقد بیشتری را می‌توان به عنوان سود سهام پرداخت نمود. از سوی دیگر، سهامداران بزرگ (شرکت‌های متمرکز)، قدرت کافی برای وادار کردن شرکت‌ها به توزیع جریان‌های نقدی اضافی یا مازاد، به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی را دارند. بر این اساس، انتظار می‌رود رابطه تمرکز مالکیت و تقسیم سود، هم جهت باشد (هارادا و نگوین، ۲۰۱۱).

#### • رقابت و تقسیم سود

به اعتقاد پورتر ۱۰ (۱۹۹۰) و نیکل ۱۱ (۱۹۹۶) رقابت بازار محصول در یک صنعت تصمیمات مدیریت را تحت تأثیر قرار داده و به عنوان یکی از تعیین کننده‌های مهم سودآوری شرکت محسوب می‌شود (کارونا ۱۲، ۲۰۰۷). در ادبیات رقابتی عنوان می‌شود که رقابت فشرده بازار محصول باعث ایجاد انگیزه در مدیران در جهت عملکرد کارا می‌شود زیرا شرایط رقابتی به سرعت مدیران فاقد صلاحیت را از بازار خارج می‌کند (خدادادی و همکاران، ۱۳۹۳). رقابت بازار محصول به عنوان یک مکانیسم خارجی حاکمیت شرکتی در نظارت بر مدیریت و کاهش هزینه‌های نمایندگی در نظر گرفته می‌شود (چن و همکاران ۱۳، ۲۰۱۴). رقابت در بازار محصول به صورت بالقوه دو نوع اثر متقابل بر سیاست تقسیم سود نقدی دارد. اثر نخست این است که شاید شرکت‌ها به این دلیل سود تقسیم می‌کنند که اعمال رقابت به عنوان یک مکانیزم اجباری، بر مدیران در خصوص توزیع وجوه نقد بین سهامداران، به وسیله افزایش ریسک و هزینه بیشتر سرمایه گذاری، اعمال فشار می‌کنند. ایده اصلی اثر نخست این است که رقابت شدید می‌تواند بر پرداخت شرکت‌ها در روش‌های مشابه به سوی یک سیستم سازمانی قوی تأثیر داشته باشد؛ این تأثیر از طریق ایجاد وضعیتی که فشار در پروژه‌های غیر سودآور است، حاصل می‌شود (مدل پیامد). اثر دوم این است که سیاست تقسیم سود نقدی می‌تواند به عنوان جانشینی برای رقابت در بازار محصول در بازار باشد؛ مدیران از تقسیم سود نقدی به عنوان جانشینی برای عامل نظم‌دهنده بیرونی (رقابت) در خصوص کسب شهرت و اعتبار خوب در بازارهای سرمایه برای افزایش سرمایه مورد نیاز استفاده می‌کنند (مدل جانشینی) (لاپورتا و همکاران ۱۴، ۲۰۰۰). برخی از پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که رقابت بر فرایند تصمیم‌گیری مدیران در تعیین سیاست‌های تقسیم سود تأثیر دارد. بطور مثال پژوهش هی ۱۵ (۲۰۱۲) نشان می‌دهد که مدیران در بازارهای غیر رقابتی انباشته نمودن سودها را به پرداخت نقدی سود سهام ترجیح می‌دهند. همچنین بیون ۱۶ و همکاران (۲۰۱۲) دریافتند که رقابت به عنوان یک مکانیزم کنترلی بیرون سازمانی، عامل تعیین کننده‌ای در سیاست تقسیم سود نقدی شرکت‌ها و بازخرید سهام آن‌ها می‌باشد.

### ۳- پیشینه پژوهش

لینا و همکاران ۱۷ (۲۰۱۶) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت در شرکت‌های چینی پرداختند. نتایج یافته‌های این پژوهش نشان داد که شرکت‌های با تقارن اطلاعاتی بالا با احتمال بیشتری سود کمتری را پرداخت می‌نمایند. به علاوه در بین شرکت‌های عضو نمونه که توسط دولت کنترل می‌شوند عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر باعث پرداخت سود بالاتری در مقایسه با شرکت‌هایی بوده است که توسط دولت کنترل نمی‌شوند.

فلوراکس و همکاران ۱۸ (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود، مالکیت مدیریتی و تأمین مالی از طریق بدهی پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر رابطه منفی بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود در شرایطی می‌باشد که سطح مالکیت مدیریتی در سطح پایینی باشد.

هاردا و نگوین (۲۰۱۱)، به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر پرداخت سود در شرکت‌های ژاپنی پذیرفته شده در بورس سهام توکیو پرداختند. نتایج آن‌ها با فرضیه کسب نتایج مبنی بر وجود رابطه منفی بین نسبت سود سهام به سهام و نسبت سود سهام به ارزش دفتری سهام با تمرکز مالکیت سازگار بود. همچنین دریافتند که با احتمال کمی، شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز در زمان افزایش سود و یا کاهش بدهی، سود سهام نقدی خود را افزایش می‌دهند.

کوکی و گیزانی (۲۰۰۹) نیز به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های تونسی پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی است که شرکت‌های با مالکیت متمرکزتر، سود بیشتری توزیع می‌کنند؛ رابطه منفی و معناداری بین مالکیت نهادی و سطح سود تقسیمی توزیع شده وجود دارد و رابطه بین سیاست تقسیم سود و مالکیت دولتی، مثبت است.

بوث و ژو (۲۰۰۹) تأثیر قدرت بازار یک شرکت را بر سیاست تقسیم سود بررسی کردند. نتایج این مطالعه نشان داد ساختار بازار از طریق ریسک تجاری بر تصمیم سود سهام تأثیر می‌گذارد. شرکت‌های با رقابت بیشتر که ریسک بیشتری دارند، در مقایسه با شرکت‌های دارای قدرت بازار (کمتر رقابت) به احتمال کمتری سود سهام می‌پردازند.

رضا زاده و خانی لنگلی (۱۳۹۴) در مقاله خود به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی بر محافظه کاری پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که بین محافظه کاری حسابداری و درصد مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار رابطه منفی وجود دارد. به علاوه سطح محافظه کاری در شرکت‌هایی که حداقل یکی از سهامداران آن‌ها دولت است بیشتر از سایر شرکت‌ها می‌باشد.

ستایش و ابراهیمی (۱۳۹۳)، به بررسی تأثیر و تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌ها بیان می‌کند هر چه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، سود سهام پرداختی بیشتر خواهد بود.

محمود آبادی و ابراهیمی (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر رقابت بازار محصول بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. یافته‌ها نشان داد هر چقدر که رقابت در طبقه صنعت بیشتر باشد، سود سهام پرداختی نیز بیشتر خواهد بود. یافته‌های آن‌ها با مدل پیامد سازگار بود

ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۸۹) به بررسی ساختار مالکیت و تمرکز مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که مالکیت شرکتی و استقلال هیئت مدیره دارای تأثیر مثبت و مالکیت نهادی دارای تأثیر منفی بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌های بوده است، اما بین مالکیت مدیریت و تمرکز مالکیت (میزان مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار) با نسبت تقسیم سود رابطه معناداری وجود نداشت.

صادقی شریف و بهادری (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین میزان مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار، میزان مالکیت پنج سهامدار بزرگ‌تر و سهامداران نهادی بر روی نسبت پرداخت سود شرکت تأثیر مثبت دارد، اما مالکیت سهامداران حقیقی دارای تأثیر منفی بر نسبت پرداخت سود است.

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

بنابراین با توجه به مطالب بیان شده در بالا فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر بیان می‌گردد:  
فرضیه‌های مربوط به تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود:

فرضیه ۱-۱: تمرکز مالکیت بر نسبت سود نقدی به لگاریتم فروش تأثیر معناداری دارد.

فرضیه ۱-۲: تمرکز مالکیت بر نسبت سود نقدی به لگاریتم دارایی تأثیر معناداری دارد.

فرضیه‌های مربوط به تأثیر رقابت بر سیاست تقسیم سود:

فرضیه ۱-۲: رقابت بر نسبت سود نقدی به لگاریتم فروش تأثیر معناداری دارد.

فرضیه ۲-۲: رقابت بر نسبت سود نقدی به لگاریتم دارایی تأثیر معناداری دارد.

فرضیه‌های مربوط به تأثیر رقابت بر رابطه بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود:

فرضیه ۱-۳: رقابت بر رابطه بین تمرکز مالکیت و نسبت سود نقدی به لگاریتم فروش تأثیر معناداری دارد.

فرضیه ۲-۳: رقابت بر رابطه بین تمرکز مالکیت و نسبت سود نقدی به لگاریتم دارایی تأثیر معناداری دارد.

### ۵- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و براساس ماهیت و روش توصیفی-همبستگی است. در این پژوهش به منظور برآورد مدل‌ها از رگرسیون ترکیبی بر اساس داده‌های تابلویی استفاده شده است. پس از جمع آوری داده‌های مربوط به متغیرها از صفحه گستر اکسل جهت سازماندهی و محاسبات استفاده شده است و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزارهای spss, stata11 بهره گرفته شده است.

### ۶- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به علت وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه، از نمونه‌گیری هدفمند به منظور انتخاب شرکت‌های پژوهش استفاده می‌شود. شرکت‌هایی مورد بررسی قرار می‌گیرند که از ویژگی‌های زیر برخوردار باشند: الف) به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ و بانک‌ها، شرکت‌های نمونه جزو این شرکت‌ها نباشند. ب) شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۵، سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گیرد. ج) به منظور امکان مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه بوده و نباید در فاصله سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ تغییر سال مالی داده باشند. د) صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آن‌ها قابل دسترس باشد. و) اطلاعات مالی مورد نیاز آن‌ها در دسترس باشد. ه) به دلیل اینکه، شرکت‌های دسته بندی شده توسط بورس اوراق بهادار در یک صنعت، الزاماً فعالیت‌های مشابه‌ای ندارند. جهت اندازه‌گیری رقابت در ساختار بازار، بجای صنعت از طبقاتی از صنعت استفاده می‌شود که شرکت‌های موجود در آن‌ها از لحاظ فعالیت و تولیداتشان همگن‌تر باشند. این طبقه‌بندی با استفاده از سایت مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران انجام گرفته شده است.

پس از حذف شرکت‌های فاقد شرایط ذکر شده، هر طبقه از صنعت باید حداقل شامل سه شرکت باشد. با اعمال شرایط مذکور تعداد اعضای نمونه این پژوهش شامل ۷۰ شرکت در طی سال‌های ۸۸-۹۳ می‌باشد.

## ۷- مدل و متغیرهای پژوهش

### ۷-۱- مدل پژوهش

به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش مشابه پژوهش (هی، ۲۰۱۲) از دو مدل رگرسیونی ۱ و ۲ استفاده شده است.

(۱)

$$\text{Div}_{it}/\text{LTS}_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Co}_{it} + \beta_2 \text{HHI}_{it} + \beta_3 \text{Co}_{it} * \text{HighHHI}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{QTOBIN}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۲)

$$\text{Div}_{it}/\text{LTA}_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Co}_{it} + \beta_2 \text{HHI}_{it} + \beta_3 \text{Co}_{it} * \text{HighHHI}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{QTOBIN}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it}$$

هر یک از متغیرها به صوت زیر تعریف می‌شود:

$\text{Div}_{it}/\text{LTS}_{it-1}$  = سود تقسیمی سهام‌داران عادی شرکت  $i$  در سال  $t$  تقسیم بر لگاریتم مجموع فروش شرکت  $i$  در سال قبل

$\text{Div}_{it}/\text{LTA}_{it-1}$  = سود تقسیمی سهام‌داران عادی شرکت  $i$  در سال  $t$  تقسیم بر لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  قبل

$\text{Co}_{it}$  = تمرکز مالکیت شرکت  $i$  در سال  $t$

$\text{HHI}_{it}$  = شاخص هر فیندال - هریشمن شرکت  $i$  در سال  $t$

$\text{Co}_{it} * \text{HighHHI}_{it}$  = تمرکز مالکیت ضربدر تمرکز بالا در زیر صنعت

$\text{ROA}_{it}$  = بازده دارایی‌ها

$\text{QTOBIN}_{it}$  = شاخص کیوتوبین

$\text{SIZE}_{it}$  = اندازه شرکت

### ۷-۲ متغیرهای پژوهش

#### ۷-۲-۱- متغیر وابسته

در این پژوهش مشابه پژوهش هی (۲۰۱۱) متغیرهای وابسته عبارتند از: سود نقدی سهام‌داران عادی تقسیم بر لگاریتم کل دارایی‌ها و سود نقدی سهام‌داران عادی تقسیم بر لگاریتم کل فروش

#### ۷-۲-۲- متغیر مستقل

دو معیار تمرکز مالکیت و رقابت بازار محصول به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده است.

تمرکز مالکیت: در این پژوهش عبارت است از مجموع درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران عمده (بالای پنج درصد)

رقابت بازار محصول: در این پژوهش معیار رقابت بازار محصول مشابه پژوهش هی (۲۰۱۰)، چن و همکاران ۱۹ (۲۰۱۲) و چنگ و همکاران ۲۰ (۲۰۱۳) با استفاده از شاخص هرفیندال اندازه‌گیری شده است. این شاخص با استفاده از فرمول ۳ محاسبه می‌شود:

$$HHI = \sum_{j=1}^n S_{ij}^2 \quad (3)$$

که در آن  $S_{ij}$  سهم بازار شرکت  $i$  در زیر صنعت  $j$  است.

### ۷-۲-۳- متغیر تعدیل‌گر

همچنین در این پژوهش تأثیر رقابت بازار محصول بر رابطه بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفته شده است. به این منظور پس از محاسبه شاخص هرفیندال-هریسمن به شرکت‌هایی که مقدار شاخص هرفیندال برای آن‌ها بیشتر از میانه این شاخص در هر زیرصنعت بوده است (دارای تمرکز بالا) (High HHI) مقدار یک و به شرکت‌هایی با مقدار شاخص کمتر از متوسط زیر صنعت مقدار صفر داده شده است. سپس تأثیر معیار تمرکز زیر صنعت بر رابطه بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود مورد سنجش قرار گرفته شده است.

### ۷-۲-۴- متغیرهای کنترلی

فرصت رشد: در این پژوهش مشابه پژوهش گاود و همکاران (۲۰۰۵) و سراسکیورو ماکاس نومس ۲۲ (۲۰۱۰) از نسبت کیوتوبین به عنوان شاخصی از فرصت‌های رشد استفاده شده است. سودآوری: همانند پژوهش هی (۲۰۱۱) از بازده دارایی‌ها به عنوان شاخص سودآوری استفاده می‌شود. برای محاسبه بازده دارایی‌ها، سود عملیاتی بر کل دارایی‌ها تقسیم می‌شود. اندازه: در این پژوهش جهت سنجش اندازه شرکت از معیار لگاریتم فروش استفاده شده است.

### ۸- یافته‌های پژوهش

#### ۸-۱- آمارهای توصیفی متغیرهای پژوهش

در جدول ۱ نتایج آماره توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش ارائه گردیده است.

### جدول ۱- نتایج آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	چولگی	کشیدگی
سود تقسیمی به لگاریتم فروش	۳۸۴۶۵/۸	۴۵۹۶/۷۱۳	۱۴۱۳۳۸/۳	۰	۱۴۵۰۳۷۱/۵	۶/۰۹۰	۴۱/۹۰۴
سود تقسیمی به لگاریتم دارایی	۳۷۵۶۶/۷	۴۲۶۶/۹۹	۱۳۸۹۶۶/۲	۰	۱۴۶۶۷۶۵/۵	۶/۱۸۶	۴۳/۷۰۷
تمرکز مالکیت	۲/۵۱	۰/۷۸۹۸	۴۰/۴۱	۰	۹۱۳/۴۶	۲۲/۵۸	۵۰۹/۹۷۳
هرفیندال هریشمن	۰/۲۵۶۵	۰/۱۶۶	۰/۱۶۴۰	۰/۰۸۳۹	۰/۷۴۰۶	۰/۷۳۳	-۰/۴۶۰
شاخص کیوتوبین	۰/۶۰۶۹	۰/۶۳۵۱	۰/۲۱۳۸	۰/۰۲۹۵	۱/۵۶	۰/۱۴۸	۰/۹۱۹
درصد بازده دارایی‌ها	۱۱/۷۲	۰/۰۹۹۴	۱۴/۰۸	-۲۸/۸۴	۱۷۱	۳/۱۳۱	۳۲/۷۴۶

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس نتایج منعکس شده در جدول ۱ بطور مثال میانگین تمرکز مالکیت ۲/۵۱، میانگین شاخص هرفیندال هریشمن ۰/۲۵۶۵، میانگین شاخص کیوتوبین ۰/۶۰۶۹، میانگین درصد بازده دارایی‌ها ۱۱/۷۲، میانگین سود تقسیمی به لگاریتم فروش ۳۸۴۶۵/۸ و میانگین سود تقسیمی به لگاریتم دارایی ۳۷۵۶۶/۷ می‌باشد.

### ۸-۲- نتایج آزمون‌های تخمین مدل‌های پژوهش

پیش از تخمین مدل لازم است تا آزمون F لیمر برای تعیین نوع روش مدل رگرسیونی از حیث پانل بودن (داده‌های تابلویی) یا پولینگ بودن (داده‌های تلفیقی) انجام گرفته و در صورت پذیرش روش پانل، آزمون هاسمن برای تعیین نوع روش از لحاظ اثرات ثابت یا اثرات تصادفی صورت گیرد. اگر سطح معناداری آزمون هاسمن کوچک‌تر از ۵ درصد باشد، فرض صفر (اثرات تصادفی) رد شده و اثرات ثابت انتخاب می‌شود و اگر سطح معناداری آزمون هاسمن بزرگ‌تر از ۵ درصد باشد فرض صفر تأیید شده و اثرات تصادفی انتخاب می‌شود.

یکی از فروض مدل رگرسیون خطی صفر بودن کوواریانس بین اجزای اخلال است. به این معنی که جز اخلال مربوط به مشاهده دیگر قرار نمی‌گیرد (گجراتی، ۱۳۸۶). برای آزمون خود

همبستگی سریالی در داده‌های تابلویی ولدریج (۲۰۰۹) آزمون خودهمبستگی ساده‌ای را پیشنهاد داده که در آن جملات اخلاص از فرایند خود رگرسیونی مرتبه اول تبعیت می‌کند. در این پژوهش به منظور آزمون خود همبستگی میان متغیرها آزمون ولدریج بکار گرفته شده است. که در ادامه برای هر مدل بطور جداگانه گزارش شده است.

#### ۸-۲-۱- نتایج برآورد مدل یک

با توجه به نتایج منعکس شده در جدول ۲ از آنجایی احتمال بدست آمده بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، این مدل دارای خود همبستگی نمی‌باشد.

جدول ۲- نتایج آزمون ولدریج مدل یک

نتیجه	Prob>F (احتمال)	F (آماره آزمون F)	نوع آزمون
عدم وجود خود همبستگی	۰/۱۳۴۰	۲/۲۸۹	ولدریج (آزمون خود همبستگی)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### • آزمون F لیمر مدل اول

جدول ۳ نتایج آزمون F لیمر مدل یک را نشان می‌دهد. از آنجایی که میزان prob محاسبه شده کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا فرض صفر این آزمون مبنی بر پولینگ بودن مدل یک رد شده و پانل بودن مدل تأیید می‌گردد.

جدول ۳- آزمون F لیمر مدل یک

نتیجه	Prob>F (احتمال)	F (آماره آزمون)	نوع آزمون
پانل (داده‌های تابلویی)	۰/۰۰۰	۷/۹۱	F لیمر

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### • آزمون هاسمن مدل یک

از آنجایی که مدل مناسب برای تخمین مدل یک، پانل تشخیص داده شده است، بایستی از بین روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی، روش مناسب برای آزمون فرضیه‌های مربوط به مدل یک مشخص گردد. برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده شده که نتایج این آزمون برای مدل یک در جدول ۴ منعکس شده است.

#### جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن برای مدل یک

نوع آزمون	Chi2 (آماره آزمون)	Prob > chi2 (احتمال)	نتیجه
آزمون هاسمن	۵۰/۹۴	۰/۵۷۳۳	اثرات تصادفی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به مقدار احتمال برآورد شده هاسمن ( $0 < 0/5733$ )، فرض صفر مبنی بر وجود اثرات تصادفی پذیرفته می‌شود.

#### • آزمون ناهمسانی واریانس مدل یک

ماهیت داده‌های تابلویی ایجاب می‌کند تا این گونه از داده‌ها در مطالعات بسیاری دارای مشکل ناهمسانی واریانس باشند. از آنجایی که این مشکل تأثیر مهمی بر برآوردها و استنباط‌های آماری برجای می‌گذارد لازم است قبل از پرداختن به هرگونه تخمین، وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس مورد بررسی قرار گیرد. جدول ۵ نتایج این آزمون را برای مدل یک نشان می‌دهد. در این پژوهش به منظور آزمون برابری واریانس در داده‌های تابلویی از آزمون نسبت درست نمایی (LR) استفاده شده است.

#### جدول ۵- نتایج آزمون LR برای بررسی واریانس همسانی مدل یک

نوع آزمون	LR Chi (آماره آزمون)	Prob (احتمال)	نتیجه آزمون
آزمون واریانس همسانی	۲۶۴۰/۰۷	۰/۰۰۰	واریانس ناهمسانی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بررسی آماره آزمون انجام شده برای مدل یک نشان می‌دهد که از آنجایی که prob محاسبه شده کوچک‌تر از  $0/05$  می‌باشد فرض صفر این آزمون مبنی بر وجود واریانس همسانی رد شده و مدل یک دارای مشکل واریانس ناهمسانی می‌باشد. بنابراین به دلیل وجود مشکل واریانس ناهمسانی بر اساس آزمون نسبت درست‌نمایی باید به نحوی مدل را برآورد نمود که این مشکل برطرف شود. بنابراین از آنجایی که یکی از روش‌های رفع مشکل واریانس ناهمسانی، برآورد مدل به روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) می‌باشد (گجراتی، ۱۳۸۶) در نتیجه برای تخمین مدل یک از این روش استفاده می‌شود.

• برآورد مدل یک و آزمون فرضیه‌های مربوط به آن

به دلیل وجود واریانس ناهمسانی، از روش GLS جهت رفع این مشکل استفاده شده است. نتایج برآورد مدل مذکور از طریق این روش در جدول ۶ نشان داده شده است.

جدول ۶- نتایج تخمین مدل یک به روش GLS

متغیر	ضریب (Coef)	انحراف استاندارد (Std.E.rr)	آماره آزمون (Z)	$p >  Z $
Co	۱۹/۳۷	۶/۴۳	۳/۰۱	۰/۰۰۳
hhi	-۱۱۸/۰۳	۲۸۶/۱۸	-۰/۴۱	۰/۶۸
Highhico	۱۶۷/۴۷	۱۰۱/۳۸	۱/۶۵	۰/۰۹۹
Qtobin	-۱۰۶۹/۹۶	۲۲۴/۲۰	-۴/۷۷	۰/۰۰۰
Roa	۳۷۳۳/۹۵	۵۵۶/۳۹	۶/۷۱	۰/۰۰۰
Size	-۹۳/۲۸	۵۶/۹۶	-۱/۶۴	۰/۱۰۲
Cons	۱۷۷۸/۷۵	۱۱۸۲/۸۲	۵/۸۴	۰/۰۰۰

R-sq= ۰/۴۴ Chi2= ۱۹۵/۳۲ Prob = ۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج منعکس شده در جدول ۵ از آنجایی که مقدار احتمال آماره کل مدل (prob = ۰/۰۰۰) بوده و از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد، معنی‌دار بودن مدل تأیید می‌گردد. نتایج آزمون فرضیه‌های مربوط به این مدل (فرضیه‌های ۱-۱، ۲-۳، ۱-۱) بر اساس نتایج منعکس شده در جدول ۶ به شرح زیر بیان می‌گردد:

• نتایج آزمون فرضیه ۱-۱

فرضیه ۱-۱: تمرکز مالکیت بر نسبت سود نقدی به لگاریتم فروش تأثیر معناداری دارد نتایج بدست آمده و منعکس شده در جدول شماره ۶ در مورد آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد زیرا احتمال برآورد شده برابر با ۰/۰۰۳ می‌باشد و چون احتمال کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه مذکور تأیید می‌گردد. از آنجایی که مقدار آماره آزمون این فرضیه برابر با ۳/۰۱ می‌باشد این تأثیر بصورت مثبت می‌باشد.

• نتایج آزمون فرضیه ۱-۲

فرضیه ۱-۲: رقابت بر نسبت سود نقدی به لگاریتم فروش تأثیر معناداری دارد. نتایج بدست آمده و منعکس شده در جدول شماره ۶ در مورد آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد رقابت بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری ندارد زیرا احتمال برآورد شده برابر با ۰/۶۸ می‌باشد و چون احتمال بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه مذکور رد می‌گردد.

• نتایج آزمون فرضیه ۱-۳

فرضیه ۱-۳: رقابت بر رابطه بین تمرکز مالکیت و نسبت سود نقدی به لگاریتم فروش تأثیر معناداری دارد.

نتایج بدست آمده و منعکس شده در جدول شماره ۵ در مورد آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۰ درصد رقابت بر رابطه بین تمرکز مالکیت و نسبت سود نقدی به لگاریتم فروش تأثیر معناداری دارد زیرا احتمال برآورد شده برابر با ۰/۰۹۹ می‌باشد و چون احتمال کوچک‌تر از ۰/۱ می‌باشد، فرضیه مذکور تأیید می‌گردد. همانطور که بیان شد در این پژوهش از شاخص هرفیندال هریشمن که شاخصی معکوسی از رقابت می‌باشد جهت سنجش رقابت در بازار محصول استفاده شده است. از آنجایی که مقدار آماره آزمون این فرضیه برابر با ۱/۶۵ می‌باشد هر چه میزان تمرکز در صنعت بیشتر (رقابت کمتر) باشد تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود بیشتر است. این یافته‌ها مغایر با نتایج پژوهش‌های (۲۰۱۲) می‌باشد.

با توجه به مقدار ضریب تعیین ( $R^2$ ) ۰/۴۴ تغییرات متغیر وابسته (سیاست تقسیم سود) توسط متغیرهای مستقل قابل تبیین می‌باشد. در ارتباط با متغیرهای کنترلی نیز با توجه به سطح احتمال برآورد شده فرصت رشد و بازده دارایی به فروش در سطح اطمینان ۹۵٪ بر سیاست تقسیم سود تأثیر مثبت دارد.

۸-۲-۲- نتایج برآورد مدل دو

جدول ۷- نتایج آزمون ولد ریج مدل دو

نتیجه	(F) Prob > F (احتمال)	(آماره آزمون F)	نوع آزمون
عدم وجود خود همبستگی	۰/۱۳۳۶	۲/۲۹۴	ولد ریج (آزمون خود همبستگی)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج منعکس شده در جدول ۵ از آنجایی احتمال بدست آمده بزرگتر از ۰/۰۵ می باشد، این مدل دارای خود همبستگی نمی باشد.

• آزمون F لیمر مدل دوم

جدول ۸- آزمون F لیمر مدل دوم

نتیجه	Prob>F (احتمال)	F (آماره آزمون)	نوع آزمون
پانل (داده‌های تابلویی)	۰/۰۰۰	۷/۵۴	F لیمر

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۸ نتایج آزمون F لیمر مدل دو را نشان می دهد. از آنجایی که میزان prob محاسبه شده کمتر از ۰/۰۵ می باشد، لذا فرض صفر این آزمون مبنی بر پولینگ بودن مدل یک رد شده و پانل بودن مدل تأیید می گردد.

• آزمون هاسمن مدل دوم

نتایج این آزمون برای مدل دو در جدول ۹ منعکس شده است.

جدول ۹- نتایج آزمون هاسمن برای مدل دو

نتیجه	Prob>chi2 (احتمال)	Chi2 (آماره آزمون)	نوع آزمون
اثرات تصادفی	۰/۶۰۵۰	۴/۵۳	آزمون هاسمن

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به مقدار احتمال برآورد شده هاسمن ( $0.605 > 0$ )، فرض صفر مبنی بر وجود اثرات تصادفی پذیرفته می شود.

• آزمون ناهمسانی واریانس مدل دو

جدول ۱۰ نتایج این آزمون را برای مدل دو با استفاده از آزمون برابری واریانس در داده‌های تابلویی از آزمون نسبت درست نمایی (LR) نشان می دهد.

جدول ۱۰- نتایج آزمون LR برای بررسی واریانس همسانی مدل دو

نوع آزمون	LR Chi (آماره آزمون)	Prob (احتمال)	نتیجه آزمون
آزمون واریانس همسانی	۲۶۴۳/۸۷	۰/۰۰۰	واریانس ناهمسانی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بررسی آماره آزمون انجام شده برای مدل دو نشان می‌دهد که از آنجایی که prob محاسبه شده کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد فرض صفر این آزمون مبنی بر وجود واریانس همسانی رد شده و مدل دو دارای مشکل واریانس ناهمسانی می‌باشد. بنابراین به دلیل وجود مشکل واریانس ناهمسانی بر اساس آزمون نسبت درست‌نمایی باید به نحوی مدل را برآورد نمود که این مشکل برطرف شود. در نتیجه برای برآورد مدل از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

- برآورد مدل دو و آزمون فرضیه‌های مربوط به آن  
نتایج برآورد مدل مذکور از طریق این روش در جدول ۱۱ نشان داده شده است.

جدول ۱۱- نتایج تخمین مدل دو به روش GLS

متغیر	ضریب (Coef)	انحراف استاندارد (Std.Err)	آماره آزمون (Z)	$p >  Z $
Co	۱۸/۴۵	۶/۱۸	۲/۹۸	۰/۰۰۳
hhi	-۱۳۸/۵۱	۲۸۴/۸۷	-۰/۴۹	۰/۶۲۷
Highhico	۱۶۳/۲۸	۱۰۰/۴۹	۱/۶۲	۰/۱
qtobin	-۱۰۹۵,۹	۲۲۲,۷۱	-۴,۹۲	۰,۰۰۰
roa	۳۶۰۴,۲۸	۵۴۸,۵۶	۶,۵۷	۰,۰۰۰
size	-۸۳,۷۸	۵۵,۷۳	-۱,۵۰	۰,۱۳۳
cons	۱۷۴۴,۸۶	۲۹۷,۱۱۳	۲,۹۸	۰,۰۰۰
R-sq= ۰,۴۴ Chi2= ۱۹۱,۱۲ Prob = ۰,۰۰۰				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج منعکس شده در جدول ۱۱ از آنجایی که مقدار احتمال آماره کل مدل (prob = ۰/۰۰۰) بوده و از ۰/۰۵ کوچکتر می‌باشد، معنی‌دار بودن مدل تأیید می‌گردد. نتایج آزمون فرضیه‌های مربوط به این مدل (فرضیه‌های ۱-۲، ۲-۳، ۳-۲) بر اساس نتایج منعکس شده در جدول ۹ به شرح زیر بیان می‌گردد:

• نتایج آزمون فرضیه ۲-۱

فرضیه ۲-۱: تمرکز مالکیت بر نسبت سود نقدی به لگاریتم دارایی‌ها تأثیر معناداری دارد. نتایج بدست آمده و منعکس شده در جدول شماره ۱۱ در مورد آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد زیرا احتمال برآورد شده برابر با ۰,۰۰۳ می‌باشد و چون احتمال کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه مذکور تأیید می‌گردد. از آنجایی که مقدار آماره آزمون این فرضیه برابر با ۲,۹۸ می‌باشد این تأثیر بصورت مثبت می‌باشد.

• نتایج آزمون فرضیه ۲-۲

فرضیه ۲-۲: رقابت بر نسبت سود نقدی به لگاریتم دارایی تأثیر معناداری دارد. نتایج بدست آمده و منعکس شده در جدول شماره ۱۱ در مورد آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد رقابت بر سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری ندارد زیرا احتمال برآورد شده برابر با ۰/۶۲۷ می‌باشد و چون احتمال بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه مذکور رد می‌گردد.

• نتایج آزمون فرضیه ۲-۳

فرضیه ۲-۳: رقابت بر رابطه بین تمرکز مالکیت و نسبت سود نقدی به لگاریتم دارایی تأثیر معناداری دارد.

نتایج بدست آمده و منعکس شده در جدول شماره ۱۱ در مورد آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۰ درصد رقابت بر رابطه بین تمرکز مالکیت و نسبت سود نقدی به لگاریتم دارایی تأثیر معناداری دارد زیرا احتمال برآورد شده برابر با ۰/۱ می‌باشد و چون احتمال کوچک‌تر از ۰/۱ می‌باشد، فرضیه مذکور تأیید می‌گردد. همانطور که بیان شد در این پژوهش از شاخص هرفیندال هریشمن که شاخص معکوس از رقابت می‌باشد جهت سنجش رقابت در بازار محصول استفاده شده است. از آنجایی که مقدار آماره آزمون این فرضیه برابر با ۱/۶۲ می‌باشد هر چه میزان تمرکز در صنعت بیشتر (رقابت کمتر) باشد تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود بیشتر است.

با توجه به مقدار ضریب تعیین ( $R^2$ ) ۰/۴۴ تغییرات متغیر وابسته (سیاست تقسیم سود) مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد. در ارتباط با متغیرهای کنترلی نیز با توجه به سطح احتمال برآورد

شده فرصت رشد (qtobin) و ROI (بازده دارایی‌ها به فروش) در سطح اطمینان ۹۵٪ بر سیاست تقسیم سود تأثیر دارد.

## ۹- بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش‌های بسیاری به بیان این موضوع پرداخته‌اند که چرا شرکت‌ها سود سهام می‌پردازند. مدل نمایندگی تقسیم سود بیان می‌دارد که پرداخت سود کمک می‌کند تا بر مسائل نمایندگی بین سهامداران داخلی و خارجی شرکت از طریق توزیع وجه نقد طبق نظر مدیران نظارت شود و شرکت‌ها را وادار کند تا با بازار سرمایه در تعامل متقابل باشد. از این رو در این پژوهش به بررسی این مسئله پرداخته شد که آیا تمرکز مالکیت می‌تواند به پرداخت سود سهام و در نتیجه کاهش هزینه نمایندگی تأثیر گذار باشد؟

نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد که تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود تأثیر مثبت و معناداری دارد و این نتیجه‌گیری در مورد هر دو معیار سود تقسیمی (معیار نسبت سود نقدی به لگاریتم دارایی و نسبت سود نقدی به لگاریتم دارایی) بدست آمده است این یافته‌ها مطابق با نظریه نظارت فعال است که بیان می‌دارد؛ پرداخت سود تقسیمی، جایگزینی برای نظارت به شمار می‌رود که به دلیل نظارت فعال سهامداران عمده، تصمیمات بهتر شرکت با منافع سهامداران همراه است. زیرا نظارت بیشتر از جانب سهامداران عمده تضمین می‌کند که منابع شرکت کمتر در پروژه‌هایی با کیفیت پایین هدر داده می‌شوند. از سوی دیگر، سهامداران بزرگ (شرکت‌های متمرکز)، قدرت کافی برای وادار کردن شرکت‌ها به توزیع جریان‌های نقدی اضافی یا مازاد، به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی را دارند. این نتایج مطابق یافته‌های پژوهش گیزانی و کوکی (۲۰۰۹) و ستایش و ابراهیمی (۱۳۹۳) و مغایر با نتایج پژوهش هاردا و نگوین (۲۰۱۱) می‌باشد. از طرفی در این پژوهش به بررسی تأثیر رقابت بازار محصول به عنوان یک معیار بیرونی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود پرداخته شد. نتایج نشان داد که با استفاده از هر دو معیار تقسیم سود، هر چه میزان تمرکز در صنعت بیشتر (رقابت کمتر) باشد تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود بیشتر است. به عبارتی در صنایع کمتر رقابتی تأثیر تمرکز مالکیت بر تقسیم سود بیشتر می‌باشد. این نتیجه بیانگر تأثیر تعدیلگری مثبت تمرکز صنعت بر رابطه بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود می‌باشد. این یافته مغایر با نتایج پژوهش هی (۲۰۱۲) می‌باشد. بنابراین به سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد در زمینه تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری به تمرکز مالکیت به عنوان یکی از مکانیزم‌های نظارتی بر تقسیم سود و همچنین به میزان رقابت در صنعت مورد نظر توجه نمایند.

### فهرست منابع

- ۱) اسماعیلی زاده، علی، محمد محمودی، سید امین هادیان و احمد برگ بید، (۱۳۹۴)، "تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقدی آزاد و مدیریت استفاده بهینه از دارایی‌ها"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۸، صص ۲۳-۴۱.
- ۲) انوار رستمی، علی اصغر، حسین اعتمادی و مرضیه موحد مجد، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر ساختارهای رقابتی بازار محصول بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۱، شماره ۲، صص ۱-۱۸.
- ۳) جهانخانی، علی و سعید قربانی، (۱۳۸۴)، "شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، صص ۲۷-۴۸.
- ۴) خدادادی، ولی، جواد نیک کار و محسن رشیدی باغی، (۱۳۹۳)، "تأثیر رقابت بازار محصول بر سیاست تقسیم سود"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۶، شماره ۲۴، صص ۲۱-۳۲.
- ۵) رضا زاده، جواد و حمیدرضا خانی لنگلی، (۱۳۹۴)، "تأثیر تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی بر محافظه کاری حسابداری"، دانش حسابداری مالی، دوره دوم، شماره ۲، پیاپی ۵، صص ۳۳-۵۳.
- ۶) ستایش، محمد حسین و شهلا ابراهیمی، (۱۳۹۳)، "بررسی تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۶، شماره ۲، صص ۶۱-۷۴.
- ۷) ستایش، محمد حسین و مصطفی کاظم نژاد، (۱۳۸۹)، "بررسی ساختار مالکیت و تمرکز مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، دوره ۱، شماره ۱، صص ۲۹-۵۱.
- ۸) صادقی شریف، سید جلال و حجت بهادری، (۱۳۸۸)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر نسبت پرداخت سود در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران"، دو فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۷، صص ۶۱-۸۰.
- ۹) گجراتی، دامور، (۱۳۸۶)، "مبانی اقتصاد سنجی"، ترجمه حمید ابریشمی، انتشارات دانشگاه تهران، چاپ چهارم.

۱۰) محمود آبادی، حمید و شهلا ابراهیمی، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر بازار رقابت محصول بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۶، شماره ۲۲، صص ۹۲-۱۰۹.

۱۱) مهدوی، غلامحسین و غلامرضا رضایی، (۱۳۹۲)، "بررسی اثرات کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست تقسیم سود"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره ۱۷، صص ۱-۳۲.

- 12) Alwi, S. (2009), "Dividend and Debt Policy as Corporate Governance Mechanism: Indonesian Evidence", *Jurnal Pengurusan*, Vol. 29, PP. 111-127.
- 13) Baker, H. K., & Powell, G. (2009), "Understanding Financial Management: A Practical Guide", Wiley & Sons.
- 14) Bhang, S., Brian, B. (2008), "Corporate Governance and Firm Performance", *Journal of Corporate Finance*; 14, PP. 257-273.
- 15) Booth, L, Zhou, J, (2009), "Market Power and Dividend Policy: a Risk-Based Perspective", available at WWW. SSRN COM.
- 16) Byun, H.S, Lee, J.H. & Park, K.s, (2012), "What Are The Main Channels of The Interaction Between Product Market Competition And Corporate Governance That Affect Firm Value?", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(4), PP. 377-423.
- 17) Chen, A, Kao L, Lu, Ch, (2014), "Controlling Ownership and Firm Performance in Taiwan: The Role of External Competition and Internal Governance", *Pacific-Basin Finance Journal*, 29, PP. 219-238.
- 18) Chen, S., Wang, K., & Li, X. (2012), "Product Market Competition, Ultimate Controlling Structure and Related Party Transactions", *China, Journal of Accounting Research*, 5, PP. 293-306.
- 19) Cheng, P, Man, P, & Yi, C. H, (2013), "The Impact of Product Market Competition on Earnings Quality", *Accounting and Finance*, 53, PP. 137-162.
- 20) Fidrmuc, J P and Jacob, M. (2010), "Culture, Agency Costs, and Dividends", *Journal of Comparative Economics*, 38, PP. 321-339.
- 21) Florackisa, C, Kanasb, A, Kostakisc, A. (2015), "Dividend Policy, Managerial Ownership And Debt Financing: A Non-Parametric Perspective", *European Journal Of Operational Research*, 241(3), PP. 783-795.
- 22) Harada, K & Nguyen, P, (2006), "Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan", Working paper. [Online]. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 23) Harada, K, & Nguyen, P, (2011), "Ownership Concentration and Dividend Policy in Japan", *Managerial Finance*, 37(4), PP. 362-379.
- 24) He, W, (2012), "Agency Problems, Product Market Competition and Dividend Policies in Japan", *Accounting and Finance*, 52, PP. 873-901.
- 25) Gaud, P, Jani, E, Hoesli, M, Bender, A, (2005), "The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data", *Eur Financ Manag*, 11, PP. 51-69.
- 26) Karuna, C, (2007), "Industry Product Market Competition and Managerial Incentives", *Journal of Accounting and Economics*, 43, PP. 275-297.

- 27) Kouki, M, & Guizani, M, (2009), "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from the Tunisian Stock Market", *European Journal of Scientific Research*, 25(1), PP. 42-53.
- 28) La Porta, R, Lopez-de-Silanes, F, Shleifer, A & Vishny, R, (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, 55(1), PP. 1-33.
- 29) Lina,T Chenb,Y and Tsai,H, (2016), "The Relationship Among Information Asymmetry, Dividend Policy And Ownership Structure Finance Research Letters", In Press, Accepted Manuscript, Available online 25 July 2016.
- 30) Rozeff, M, (1982), "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of dividend Payout Ratios", *The Journal of Financial Research*, 5(3), PP. 249-259.
- 31) Serrasqueiro, Z & Maças Nunes, P, (2010), "Non-linear Relationships between Growth Opportunities and Debt: Evidence from Quoted Portuguese Companies", *Journal of Business Research*, 63, PP. 870-878

#### یادداشت‌ها

1. Baker & Powell
2. Bhang & Brian
3. Kouki & Guizani
4. Booth & Zhou
5. Fidrmuc & Jacob
6. Rozeff
7. Easterbrook
8. Alwi
9. Harada & Nguyen
10. Porter
11. Nikel
12. Karuna
13. Chen et.al
14. La Porta et.al
15. He
16. Byun
17. Lina, et.al
18. Florackis
19. Chen
20. Cheng
21. Gaud
22. Serrasqueiro & Maças Nunes