

ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شاعر بیابانی^۱

ستاره (صغرا) رضی کاظمی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۲/۲/۱۵

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۲/۱۲

چکیده

در این مقاله هدف بررسی و مقایسه سیاست های تقسیم سود در ساختار مالکیت های مختلف از نظر ترکیب سهامداری و تمرکز مالکیت بطور مجزا در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. تحقیق حاضر از نوع توصیفی-کاربردی است که با استفاده از داده های مقطعی اطلاعات مربوط به ۸۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۳ مورد تحلیل و بررسی قرار داده است. آزمون فرضیه های تحقیق به کمک تجزیه و تحلیل واریانس (ANOVA) و آزمون معناداری مقایسه میانگین ها از طریق آزمون دانکن انجام شد. با توجه به فرضیه های تحقیق مبنی بر وجود اختلاف معنادار نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم (DPR) در ساختار مالکیت های مختلف هم از لحاظ ترکیب سهامداری و هم از لحاظ تمرکز مالکیت؛ یافته های تحقیق نشان دهنده ی اختلاف معنادار نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم (DPR) در ترکیب سهامداری مختلف از جمله مالکیت نهادی، مدیریتی، شرکتی و مالکیت سهامداران حقیقی و عدم اختلاف معنادار از لحاظ متمرکز یا پراکنده بودن مالکیت بود. نتایج تحقیق حاکی از آن است که شرکت ها بطور کلی در سیاست تقسیم سود از روند خاص و مشخصی پیروی نمی کنند و بیشتر بر اساس الگوی گام تصادفی عمل می نمایند. با این وجود، شواهد بدست آمده دال بر این است که شرکت هایی که دارای مالکیت نهادی هستند در مقایسه با مالکیت های شرکتی، مدیریتی و سهامداران حقیقی سود بیشتری بین سهامداران خود تقسیم می کنند. همچنین متمرکز یا پراکنده بودن مالکیت نیز تفاوتی در نسبت سود تقسیمی نداشته است.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت، سیاست تقسیم سود، ترکیب سهامداری، تمرکز مالکیت.

۱- استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی رشت دانشکده مدیریت گرایش مالی

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی رشت دانشکده مدیریت گرایش مالی (مسئول مکاتبات)

setare_razi_kazemi@yahoo.com

۱- مقدمه

موضوع سیاست تقسیم سود همواره به عنوان یکی از بحث برانگیزترین مباحث مالی مطرح بوده به طوری که علاقه اقتصاددانان قرن حاضر و بیش از پنج دهه اخیر را به خود معطوف کرده است؛ بطور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم نشان دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است (قالیباف، ۱۳۸۶). آگاهی از عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود ضمن آنکه تصویر روشنی از توان توزیع نقدینگی شرکتها ارایه می دهد، امکان برآورد رفتار آتی آنها را نیز فراهم می سازد. همیشه بین مدیران و صاحبان سهام عمده از یک طرف و هزاران هزار سرمایه گذار کوچک از طرف دیگر بر سر مسئله تقسیم سود تضاد وجود دارد. هدف سرمایه گذاران جزء از سرمایه گذاری بیشتر دریافت سود نقدی است و مایل هستند که بازده سهام خود را به شکل سود نقدی دریافت نمایند از طرف دیگر سهامداران عمده مایل هستند که سود در شرکت نگهداری و صرف توسعه گردد و در نتیجه قیمت سهام شرکت از این طریق افزایش یابد (صادقی شریف و بهادری، ۱۳۸۸).

یک سرمایه گذار با خرید سهام یک شرکت، سهامدار آن شرکت محسوب می شود و صاحب حقوق سهامداری می شود از جمله: حق سود، حق رای، حق تقدم در خرید سهام جدید و حق تصفیه (قانون تجارت، ۱۳۸۸). با توجه به این مطلب که سود تقسیمی بین سهامداران توسط خود آنها در مجمع عمومی عادی تعیین و به تصویب می رسد، سهامدار با استفاده از حق رای خود می تواند در تصمیمات و سیاستهای شرکت تاثیرگذار باشد بنابراین هر چه این حق رای بیشتر باشد میزان تاثیرگذاری به مراتب بیشتر خواهد بود، بنابراین نوع

سیاست تقسیم سود و میزان سود تقسیمی شرکتها بسته به نوع ترکیب سهامداران و ساختار مالکیت آنها متفاوت خواهد بود.

ساختار مالکیت به بیان ساده یعنی چه اشخاصی (حقیقی یا حقوقی) بر تصمیمات عملیاتی و استراتژیک یک شرکت تسلط و حکمفرمایی دارند. ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت، دوجنبه اساسی ساختار مالکیت شرکتها به شمار می رود. ترکیب سهامداران از طریق چهار متغیر مالکیت خارجی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی اندازه گیری می شود.

هدف اصلی این مطالعه، بررسی تاثیر ساختار مالکیت های مختلف بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و از آن جهت دارای اهمیت است که به مدیران، سرمایه گذاران و سایر تصمیم گیرندگان نشان می دهد که متفاوت بودن نوع مالکیت و میزان تمرکز مالکیت بواسطه نقشی که می تواند در نظارت و کنترل مدیریت و کاهش هزینه های نمایندگی داشته باشد، باید در تصمیمات سرمایه گذاری و مالی مورد توجه قرار گیرد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

سود و سیاستهای سود تقسیمی

کلیه صاحبان سهام، حق دارند سود سهام دریافت کنند، مشروط بر اینکه شرکت آن را اعلام کند. بر اساس قانون تجارت ایران شرکتهای پذیرفته شده در بورس موظف هستند در صورت داشتن سود، حداقل ۱۰ درصد آن را بین صاحبان سرمایه تقسیم کنند. بعضی از شرکتها به پرداخت حداقل قانونی اکتفا کرده و بعضی دیگر ممکن است حتی

نماید، هر چند سال یک بار سود تقسیمی را افزایش و اگر روند سوددهی نزولی باشد، کاهش می دهند.

ب) تقسیم درصد ثابتی از سود (سیاست تقسیم سود متغیر): تعدادی از شرکت‌ها همه ساله درصد معینی از سود خودشان را بین سهامداران تقسیم می کنند. چنین سیاستی باعث خواهد شد که سود پرداختی به سهامداران همراه با نوسانات سود خالص تغییر نماید.

ج) سیاست تقسیم سود ثابت به علاوه حاشیه متغیر: در این سیاست شرکت یک مبلغ معمولاً پایین را بطور دائم به سهامداران پرداخت می کند و با افزایش یا کاهش سود درصدی را به آن اضافه می کند.

د) سیاست تقسیم سود مازاد: در این نوع سیاست تقسیم سود، شرکت ابتدا کلیه نیازهای سرمایه گذاری و مالی خود را از سود کسر می کند. هر چه قدر سود علاوه بر نیازهای سرمایه گذاری و مالی شرکت باقی ماند، بین سهامداران عادی تقسیم می شود.

۲) سهام جایزه: شکل دیگر تقسیم سود، توزیع سهام جدید به عنوان سود است که به آن سود سهمی (جایزه) گویند. شرکت برای اینکه بین سهامداران سود تقسیم کند و از طرفی وجه نقد را به منظور اجرای طرح های توسعه در شرکت نگه دارد اقدام به انتشار سهام جایزه می کند.

۳) تجزیه سهام^۲: تجزیه ی سهام روشی برای کاهش ارزش اسمی سهام و افزایش تعداد سهام می باشد. تجزیه سهام فقط ارزش اسمی را کاهش و تعداد سهام را افزایش

بیش از سود خالص سال جاری سود تقسیم کرده باشند. در اکثر مواقع بخشی از سود خالص تقسیم می شود. پیشنهاد تقسیم سود با هیئت مدیره و تصویب آن با مجمع عمومی است. اما منظور از سیاستهای تقسیم سود این است که مدیران چه مبلغی از سود را بین سهامداران تقسیم می کنند و چه مقدار را به عنوان سود انباشته نگهداری می کنند به عبارت دیگر سیاست تقسیم سود شرکت را تخصیص سود حاصله میان سهامداران یا انباشته کردن سود در شرکت می گویند. سود انباشته به عنوان یکی از مهم ترین و راحت ترین ابزار تامین مالی محسوب می شود و در کنار آن سرمایه گذاران هم خواهان دریافت سود نقدی سالانه از سرمایه گذاری خود هستند، انباشت یا تقسیم سود هر دو هدف قابل قبولی هستند، اما متضادند.

روش های تقسیم سود

شرکتها به سه روش می توانند بین سهامداران سود توزیع کنند:

۱) تقسیم سود نقدی^۱: پرداخت نقدی سود سهام به پیشنهاد مدیران و تصویب مجمع عمومی شرکت میسر می گردد. پرداخت نقدی سود سهام می تواند هر سه ماه یکبار، شش ماه یکبار و یا سالانه باشد. در توزیع سود نقدی، شرکتها می توانند روش های مختلفی داشته باشند.

الف) تقسیم مبلغ ثابت و معینی بین سهامداران:

طبق این سیاست، سود تقسیمی هر سهم مبلغ مشخصی بوده و شرکت بدون توجه به مبلغ سود خالص، مبلغ مذکور را هر ساله بین سهامداران تقسیم می نماید، چنانچه در این حالت روند سوددهی شرکت بهبود حاصل

می دهد و حقوق صاحبان سهام و سایر اقسام داخل حقوق صاحبان سهام بدون تغییر باقی می ماند.

عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود

در واقعیت عوامل متعددی بر سیاست تقسیم سود شرکت تاثیر دارند، که این عوامل عبارتند از: محدودیت های قانونی، کنترل اداره امور شرکت، ثبات سودآوری شرکت، مالیات، محدودیت های قرارداد وام و اوراق قرضه، عدم اطمینان نسبت به آینده، فرصت های سرمایه گذاری، هزینه انتشار، محتوای اطلاعاتی سود، سود شرکت به عنوان منبع تامین مالی، علائق سهامداران، توانایی شرکت در دست یابی به بازار پول و سرمایه، دیون شرکت، وضعیت نقدینگی.

حاکمیت شرکتی

در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکتها را تعیین می کنند. عناصری که در این صحنه حضور دارند عبارتند از: سهامداران و ساختار مالکیتشان، اعضای هیئت مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می شود و سایر ذینفعان که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند. در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می کند حضور روز افزون سرمایه گذاران نهادی و حقوقی در دایره مالکین شرکتها سهامی عام و تاثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حکمرانی و تولید بر سازمان ها و همچنین عملکرد آنها می تواند داشته باشد. ساختار مالکیت

شرکت ها می توانند در کشورها مختلف متفاوت باشد در امریکا و ژاپن بخش اعظم سهام شرکت ها متعلق به موسسات مالی، دلان سهام، سایر شرکتها و شرکت های سرمایه گذاری می باشد. گرچه همه ی این سرمایه گذاران مالکان شرکت می باشند اما افق زمانی این سرمایه گذاران در خصوص نگهداری سهام به طور معناداری با یکدیگر متفاوت می باشد. بر مبنای یافته های محققین غربی سرمایه گذاران جزء (سهامداران) دلان سهام و شرکت های سرمایه گذاری افق سرمایه گذاری کوتاه مدت دارند. در حالی که مدیران شرکت ها، موسسات مالی و شرکت های هلدینگ از افق سرمایه گذاری بلند مدت برخوردار می باشند. در ایران ساختار مالکیت شرکت ها عمدتاً متشکل از شرکت های سرمایه گذاری، بنیادها و نهادها و سازمان های دولتی، سایر شرکت ها و سهامداران جزء می باشد. با توجه به درصد تشکیل ساختار مالکیت شرکت ها می توان به این نتیجه رسید که سهامداران (دارندگان سهام) در ایران از افق دید بلند مدت برخوردارند (پورحیدری و همتی، ۱۳۸۳).

امروزه پراکندگی مالکان در شرکت های سهامی باعث شده که رابطه آنها با شرکت را به سختی بتوانیم در قالب مالکیت سنتی تجسم کنیم. سهامداران این شرکتها به جز استحقاق دریافت بخشی از درآمد و منافع شرکت مطابق با سهم خود، در سایر موارد از حقوق چندانی برخوردار نیستند. این موضوع تعارض بین مالکان و مدیران را نشان میدهد و ماحصل این تعارض چیزی جز خدشه دار شدن حق مالکیت سهامداران نیست. به این ترتیب، مشخص میشود که سهامداران شرکتها سهامی عام آنچنان پراکنده شده اند که فاقد قدرت و اشتیاق لازم برای اصلاح و محدود کردن سمت و سویی هستند که مدیران این

نشده‌ی شرکت بوده و باید در چارچوب هدف اصلی شرکت یعنی حداکثر کردن ثروت سهامداران ارزیابی شود. از آنجایی که یکی از راه‌های تامین مالی از طریق سود تقسیم نشده (سود انباشته) است، بنابراین تصمیم‌های تقسیم سود باید در رابطه با تصمیم‌های تامین مالی ارزیابی و تجزیه و تحلیل شود. هدف اصلی استراتژی تقسیم سود سهام عبارتند از: ۱- ثبات سود سهام؛ یعنی آیا سود سهام در دوره‌های مختلف ثابت می‌ماند یا نوسان می‌کند؟ و ۲- نسبت پرداخت سود سهام در بلندمدت، یعنی متوسط درصد درآمد پرداختی به شکل سود سهام در بلندمدت. دارایی یک شرکت می‌تواند با افزایش ادعای اعتبار دهندگان، تامین مالی می‌شود. ادعای مالکان زمانی افزایش پیدا می‌کند که بنگاه وجوه مورد نیاز را با انتشار سهام عادی یا سود انباشته تامین می‌کند؛ ادعای اعتبار دهندگان به وسیله استقرار افزایش پیدا می‌کند. مفهوم ساختار سرمایه، درجه نسبت بین بدهی و حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد. حقوق صاحبان سهام شامل سرمایه سهام پرداخت شده، صرف سهام، اندوخته‌ها و اقلام مازاد (سود تقسیم نشده) می‌باشند (اعرابی و عابدی، ۱۳۹۰)

تحقیقات خارجی و داخلی انجام شده

اومنیا عبدالسلام، احمد المصری و صبری السجینی در سال ۲۰۰۸ به بررسی اثر ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت را بر سیاست‌های پرداخت سود در بازارهای نوظهور پرداختند. نتایج کار آنها نشان داد که رابطه مثبت و معنی‌داری بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت با تصمیمات و نسبت پرداخت سود تقسیمی وجود دارد.

شرکتها در پیش میگیرند. در نتیجه، به علت دورافتادن مالکیت از کنترل در این شرکت‌ها، نخستین شواهد در مورد تأثیرپذیری عملکرد شرکت از مالکیت و کنترل به دست می‌آید. بنابراین، منطقی به نظر میرسد عملکرد شرکتی که سهامداران عمده آن دارای سهام بیشتری هستند، بهتر از شرکتی باشد که سهامداران عمده آن سهام کمتری در اختیار دارند. پژوهش‌ها نشان داده است که تقریباً تمامی شرکتهای موفق سود سهام می‌پردازند و مدیران مالی شرکتها توجه خاصی به سیاست تقسیم سود نشان میدهند. سیاست تقسیم سود، همچنین بر ارزش سهام شرکت اثر میگذارد. در این مورد سه مکتب فکری در قرن گذشته ظاهر شده است: در گروه اول سودهای تقسیمی، عاملی مؤثر و مثبت بر قیمت سهام است؛ گروه دوم اعتقاد دارند که قیمت سهام به طور منفی با سطح پرداخت سودهای تقسیمی مربوط شده است و گروه سوم ادعا میکنند که سیاست سود تقسیمی شرکت در ارزش‌گذاری سهام شرکت نامربوط است. همچنین، سود حاصل از فعالیتهای شرکت می‌تواند به عنوان بهترین منبع تأمین مالی استفاده شود. لذا مدیران (با هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران) همواره باید بین علایق مختلف سهامداران تعادلی را برقرار نمایند تا هم فرصتهای سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهد باشند و هم سود نقدی مورد نیاز بعضی از سهامداران را بپردازند. بنابراین، تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکتها گرفته می‌شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است. در واقع، یکی از مهمترین تصمیمات مالی، تخصیص سود هر سهم به دو بخش سود تقسیمی و سود انباشته است (مشایخ و عبدالحی، ۱۳۹۰).

در تصمیم‌گیری در مورد تقسیم سود، نسبت سود سهام پرداخت شده، تعیین‌کننده‌ی سود تقسیم

ترکیب سهامداران خود شامل چهار شاخصه می باشد از جمله مالکیت شرکتی^۳، مالکیت مدیریتی^۴، مالکیت نهادی^۵ و مالکیت خارجی که با توجه به محدودیت اطلاعات در زمینه مالکیت خارجی، این متغیر در تحقیق در نظر گرفته نشد.

مالکیت شرکتی: در مالکیت شرکتی عمدتاً سهامداران عمده (شرکت‌ها و موسسات تجاری) درصد بالایی از مالکیت سهام شرکت را تشکیل می دهند.

مالکیت مدیریتی: در این نوع مالکیت بیشترین سهام در دست مدیران و خانواده هیئت مدیره و اعضای یک خانواده قرار دارد.

مالکیت نهادی: در مالکیت نهادی سهامداران عمده این گونه شرکت‌ها را معمولاً شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، بانکها، صندوقهای بازنشستگی و امثال اینها تشکیل می دهند.

بخش سه مالکیت یاد شده تعدادی از شرکت‌های مورد مطالعه بودند که جزء سه گروه بالا قرار نداشتند و بخش عمده آنها را مالکان و سرمایه‌گذاران حقیقی تشکیل می داند به همین دلیل آنها را در گروهی به نام **سهامداران حقیقی** دسته بندی کردیم.

متغیر مستقل دیگر که بعد دیگری از ساختار مالکیت را تشکیل می دهد تمرکز مالکیت است.

تمرکز مالکیت عبارت است از چگونگی توزیع سهام بین سهامداران شرکت‌های مختلف و یا به عبارت دیگر تمرکز مالکیت دلالت بر آن دارد که چه میزان از کل سهام یک شرکت معین در اختیار تعداد محدودی از مالکین می باشد. در این پژوهش به منظور محاسبه نسبت تمرکز مالکیت از شاخص هرفیندال-هیرشمن^۶ (HHI) استفاده شده است.

سود تقسیمی در ساختار مالکیت‌های مختلف هم از جنبه ترکیب سهامداری و هم از جنبه تمرکز مالکیت است و اینکه آیا بین این ساختارها تفاوتی وجود دارد یا خیر؟ اگر وجود دارد این تفاوت به چگونه است؟

۳- فرضیه‌های پژوهش

هدف اصلی تحقیق حاضر بررسی تاثیر ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ سوال اصلی تحقیق بدین صورت خواهد بود: آیا بین ساختار مالکیت‌های مختلف ترکیب سهامداری و تمرکز مالکیت از نظر تقسیم سود اختلاف وجود دارد؟ با توجه به سوال اصلی تحقیق فرضیه‌های تحقیق بدین گونه تدوین شده اند:

فرضیه (۱) بین ساختار مالکیت‌های مختلف (ترکیب سهامداری مختلف) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ سیاست تقسیم سود تفاوت معنی داری وجود دارد.

فرضیه (۲) بین میزان تمرکز یا عدم تمرکز مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ سود تقسیمی تفاوت معنی داری وجود دارد.

H_0 : $\mu_1 = \mu_2 = \mu_3$ (میانگین هر ۳ جامعه باهم برابرند)

H_1 : (حداقل میانگین یک جامعه متفاوت است)

۴- متغیرهای پژوهش و تعریف عملیاتی آنها

متغیرهای مستقل استفاده شده در این تحقیق که شامل ساختار مالکیت که خود دارای دو جنبه ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت. متغیر مستقل

- ۱) اطلاعات کامل هر یک از شرکتها مورد مطالعه موجود باشد.
 - ۲) هر یک از شرکتهای مورد مطالعه سابقه عضویت در بورس برای مدت پنج سال قبل از آغاز دوره تحقیق را داشته باشند.
 - ۳) پایان سال مالی شرکتهای مورد مطالعه منتهی به اسفند ماه باشد.
 - ۴) شرکت در طول دوره تحقیق وقفه عملیاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد.
 - ۵) شرکتهای نمونه در دوره مورد بررسی سود ده باشند.
- با توجه به شرایط فوق از بین شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ تعداد ۸۲ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند.
- برای گردآوری اطلاعات از دو بخش مطالعات کتابخانه ای و میدانی استفاده شده است. در بخش مطالعات کتابخانه ای با استفاده از کتب تخصصی، مقالات و مجله های تخصصی لاتین و فارسی اطلاعات لازم جمع آوری شد.
- در بخش مطالعات میدانی با مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و استفاده از نرم افزارهای ره آورد نوین، تدبیرپرداز و همچنین استفاده از سایت های وابسته به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و بانکهای اطلاعاتی داده های مورد نیاز جمع آوری گردید.
- با توجه به فرضیه های مسئله به منظور مقایسه میانگین های بیش از دو جامعه از روش تحلیل واریانس^۸ (ANOVA) و برای آزمون معناداری از آماره آزمون F (فیشر) استفاده شد. آماره F نسبت به آماره t یا Z خطای نوع اول در آن کمتر است بدین دلیل که خطای نوع اول (α) در آن ثابت است

شاخص مزبور از مجموع مجذور درصد سهام متعلق به سهامداران شرکتها به دست می آید. (مشکی، ۱۳۸۹).

شاخص هرفیندال بشرح زیر قابل محاسبه است:

$$HHI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{P_i}{P} \times 100 \right)^2$$

متغیر وابسته در این پژوهش سیاست تقسیم سود است؛ و منظور از سیاست تقسیم سود، سود نقدی بین سهامداران است. برای ارزیابی و مقایسه دقیق تر از نسبت پرداخت سود نقدی که از تقسیم سود پرداختی هر سهم به سود هر سهم بدست می آید به عنوان متغیر وابسته استفاده می شود.

۵- روش شناسی تحقیق

روش بکار رفته در این پژوهش توصیفی^۷ است و از نظر نوع هدف کاربردی تلقی می شود که به وسیله استراتژی قیاس اجرا می شود.

تحقیق مورد نظر از حیث قلمرو زمانی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ را شامل می شود و از حیث قلمرو مکانی کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در برمی گیرد.

وجود اطلاعات کامل و در دسترس شروط یک تحقیق مناسب است. با توجه به اینکه تنها مرجع قابل اعتماد برای جمع آوری داده های مالی بورس اوراق بهادار تهران در وضعیت فعلی ایران می باشد؛ بنابراین شرکتهای موجود در بورس اوراق بهادار تهران بعنوان جامعه آماری در نظر گرفته می شود.

در نمونه گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شد و صرفاً شرکتهای عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده اند در نمونه آماری لحاظ شده اند.

برای دسته بندی داده ها از نرم افزار اکسل (Excel) و به منظور واکاوی داده ها و بدست آوردن نتایج از نرم افزار SPSS استفاده شد.

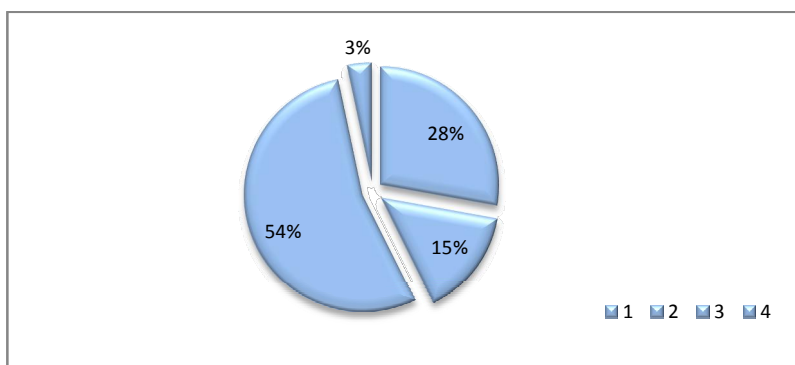
۶- یافته های پژوهش

جدول شماره ۱ آمار توصیفی پارامترهای جامعه است؛ که در آن میانگین، میانه، مد، واریانس، انحراف معیار برای کلیه متغیرها بطور مجزا با ۵۶۸ مشاهده برای ۷ سال با حداقل و حداکثر به ترتیب محاسبه شده است.

(طورانی، ۱۳۸۸). در صورت معنادار بودن آماره آزمون F برای سنجش اختلاف از آزمون دانکن استفاده شد در حالت کلی برای مقایسه میانگین ممکن است از آزمون توکی یا LSD و یا دانکن استفاده کنند. آزمون LSD دارای خطای نوع اول است، یعنی اگر تفاوت در دو نمونه یا مشاهده کم باشد یا معنی دار نباشد آن را معنی دار نشان می دهد؛ ولی آزمون توکی دارای خطای نوع دوم است، یعنی اگر بین دو نمونه تفاوت معنی دار وجود داشته باشد و این تفاوت کم باشد آن را غیر معنی دار نشان می دهد. آزمون دانکن هر دو خطا را دارا می باشد ولی به مقدار کمتر و این آزمون بینابین دو آزمون دیگر قرار دارد.

جدول ۱- آمار توصیفی پارامترهای جامعه

توضیحات	تمرکز	EPS	DPS	DPR
تعداد مشاهدات	۵۶۸	۵۶۸	۵۶۸	۵۶۸
میانگین	۴۰۴۰.۱۱۹۷	۹۸۸.۱۱	۷۳۴.۰۷	۷۳.۲۷
میانه	۳۶۹۴.۵	۶۷۳.۵	۴۵۰	۷۴.۵۹
مد	۳۸۰۰	۱۹۲	۳۰۰	۸۳
واریانس	۳۶۰۶۲۵۴.۳۶۳	۱۱۱۸۰۰۰	۸۸۶۸۰۰	۲۵.۹
انحراف معیار	۱۸۹۹.۰۱۴۰۵	۱۰۵۷.۶	۹۴۱.۰۷	۵۰.۸۵۱
حداقل	۱۰۰۰	۱۰	۱	۲
حداکثر	۱۰۰۰۰	۷۲۱۱	۷۳۰۰	۹۶.۴



نمودار ۱- دایره‌ای ترکیب سهامداری

در نمودار فوق شماره (۱) نشان دهنده مالکیت شرکتی، شماره (۲) مالکیت مدیریتی، شماره (۳) مالکیت نهادی و شماره (۴) نشان دهنده سهامداران حقیقی است.

در بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ سیاست تقسیم سود تفاوت معنی داری وجود دارند. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول شماره ۲ ارائه گردیده است.

فرضیه اول: بین ساختار مالکیت های مختلف (ترکیب سهامداری مختلف) شرکتهای پذیرفته شده

جدول ۲. نتایج تجزیه واریانس از نظر ترکیب سهامداری

منابع تغییرات	متغیر وابسته	درجه آزادی (df)	میانگین مربعات	آماره F	احتمال آماره $F(\alpha)$
ترکیب سهامداری	SQRTEPS	۳	۱۵۱۶.۵۴۳	۸.۵۱۲	۰.۰۰۰
	SQRTDPS	۳	۲۸۴۹.۴۰۸	۱۷.۶۱۷	۰.۰۰۰
	SQRTDtoE	۳	۰.۶۹۱	۴.۱۰۷	۰.۰۰۷
اشتباه آزمایشی	SQRTEPS	۵۶۴	۱۷۸.۱۵۸		
	SQRTDPS	۵۶۴	۱۶۱.۷۴۱		
	SQRTDtoE	۵۶۴	۰.۱۶۸		

جدول ۳. نتایج آزمون دانکن مقایسه میانگین های ترکیب سهامداری و سود هر سهم (مجدور EPS)

ترکیب سهامداری	تعداد مشاهدات	زیر مجموعه	
		۱	۲
سهامداران حقیقی	۱۹	۲۲.۷۷۹۴	
مالکیت مدیریتی	۸۴	۲۳.۴۲۷۷	
مالکیت شرکتی	۱۵۸	۲۷.۰۴۹۳	۲۷.۰۴۹۳
مالکیت نهادی	۳۰۷		۳۰.۶۷۳۷

با توجه به جدول تجزیه واریانس مشخص می شود ترکیب سهامداری در هر سه مورد در سطح $\alpha = 0.01$ معنی دار است. با نظر به معنی دار بودن برای مقایسه میانگین ها از آزمون دانکن استفاده می شود.

زیر مجموعه های همگن

نتایج جدول ۳ نشان می دهد که بین مالکیت مدیریتی و مالکیت شرکتی و سهامداران حقیقی از نظر سود هر سهم (EPS) تفاوت معنی داری وجود ندارد. همچنین بین مالکیت شرکتی و مالکیت نهادی نیز از نظر سود هر سهم تفاوت معنی داری وجود ندارد و در یک گروه قرار گرفته اند اما بین مالکیت مدیریتی و مالکیت سهامداران حقیقی با مالکیت نهادی از لحاظ سود هر سهم تفاوت معنی دار وجود دارد.

نتایج جدول ۳ نشان می دهد که بین مالکیت مدیریتی و مالکیت شرکتی و سهامداران حقیقی از نظر سود هر سهم (EPS) تفاوت معنی داری وجود ندارد.

جدول ۴. نتایج آزمون دانکن مقایسه میانگین های ترکیب سهامداری و سود تقسیمی (مجذور DPS)

SQRTDPS			دانکن	
زیر مجموعه			تعداد مشاهدات	ترکیب سهامداری
۳	۲	۱		
		۱۵.۷۱۸۷	۱۹	سهامداران حقیقی
	۱۷.۱۶۰۳	۱۷.۱۶۰۳	۸۴	مالکیت مدیریتی
	۲۱.۶۹۸۳		۱۵۸	مالکیت شرکتی
۲۶.۸۸۵۴			۳۰۷	مالکیت نهادی

جدول ۵. نتایج آزمون دانکن مقایسه میانگین های ترکیب سهامداری و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم (مجذور DtoE)

SQRTDtoE			دانکن	
زیر مجموعه			تعداد مشاهدات	ترکیب سهامداری
۲	۱			
	۰.۷۰۷۹		۱۹	سهامداران حقیقی
۰.۷۷۱۱	۰.۷۷۱۱		۸۴	مالکیت مدیریتی
۰.۷۹۲۱	۰.۷۹۲۱		۱۵۸	مالکیت شرکتی
۰.۸۹۶۶			۳۰۷	مالکیت نهادی

قابل اهمیتی وجود ندارد اما بین مالکیت نهادی و سایر سهامداران از این منظر تفاوت قابل اهمیتی وجود دارد. با احتساب به این یافته ها فرضیه اول مبنی بر وجود تفاوت بین مالکیت های مختلف تایید می شود.

فرضیه دوم: بین میزان تمرکز یا عدم تمرکز مالکیت شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ سود تقسیمی تفاوت معنی داری وجود دارد.

تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال محاسبه شده است. شاخص بدست آمده را می توان هم از طریق شاخص عددی و هم از طریق شاخص رتبه ای مورد تجزیه تحلیل قرار داد که در این پژوهش به تناسب از هر دو شاخص استفاده شده است.

نتایج جدول ۴ نشان می دهد که بین سهامداران حقیقی و مالکیت مدیریتی از لحاظ سود تقسیمی تفاوت زیادی وجود ندارد، همچنین بین مالکیت مدیریتی و مالکیت شرکتی از لحاظ سود تقسیمی تفاوت قابل اهمیتی وجود ندارد، اما بین مالکیت نهادی با سایرین تفاوت قابل اهمیتی وجود دارد و همچنین بین مالکیت شرکتی و مالکیت سهامداران حقیقی تفاوت قابل اهمیتی مشاهده می شود.

جدول ۵ ترکیب سهامداری را از لحاظ میانگین سود تقسیمی به سود هر سهم (DtoE) مورد مقایسه قرار می دهد. همانطور که ملاحظه می شود بین سهامداران حقیقی، مالکیت مدیریتی و مالکیت شرکتی تفاوت قابل اهمیتی وجود ندارد؛ همچنین بین مالکیت مدیریتی، مالکیت شرکتی و مالکیت نهادی از لحاظ سود تقسیمی به سود هر سهم تفاوت

تقسیم کند و در یک سال دیگر بیش از ۱۰۰ درصد سود هر سهم سود تقسیم نماید یعنی از سود انباشته استفاده نماید. اما بطور کلی؛ مالکیت نهادی بیشترین سود تقسیمی را در بین شرکتهای مورد مطالعه داشته و مالکیت شرکتی و مدیریتی در رتبه های بعدی قرار دارند و مالکیت سهامداران حقیقی کمترین میزان سود تقسیمی را داشته است، که این با نتایج حاصل از تحقیقات عبدالسلام و همکاران مبنی بر رابطه مثبت و معنا دار بین مالکیت نهادی و پرداخت سود وجود دارد و تحقیقات کوئیک لی گولیانگ هانگ مبنی بر اینکه مالکیت نهادی سود بیشتری تقسیم می کند، تحقیقات تسای و گوی از این جهت که مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مالکیت از مدیریت را کاهش می دهد، تحقیقات صادقی و پنجه شاهی از این نظر که شرکت های حقوقی برای سرمایه گذاری مناسب ترند، تحقیقات جهانخانی و قربانی مبنی بر اینکه سیاست تقسیم سود شرکت ها از الگوی گام تصادفی پیروی می کند مطابقت دارد و با تحقیقات مندر کویکی و منصف گویزانی، محمد آمیدو و جوشا آبور، ستایش و کاظم نژاد و استا از این نظر که مالکیت نهادی با پرداخت سود رابطه منفی دارد در تناقض است.

همچنین فرضیه دوم عدم تفاوت سود تقسیمی را در شرکت های متمرکز و پراکنده نشان داد که این با نتایج حاصل از تحقیقات ستایش و کاظم نژاد، مشکی و همکاران مبنی بر اینکه بین متمرکز مالکیت با ارزش شرکت و سیاست تقسیم سود رابطه معنادار مشاهده نشده مطابقت می کند و با تحقیقات گونزالس و همکاران مبنی بر اینکه متمرکز بالا باعث افزایش در پرداخت سود می شود متناقض است.

برای تعیین و رتبه بندی شاخص متمرکز مالکیت با استفاده از میانگین بدست آمده در آمار توصیفی، داده هایی که متمرکز مالکیت در آنها بیشتر از میانگین بود را متمرکز و داده هایی که میزان متمرکز مالکیت در آنها از میانگین یاد شده کمتر بود را پراکنده نامیدیم. نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول ۶ ارائه گردیده است.

جدول ۶ متمرکز مالکیت را از لحاظ شاخص عددی مورد تجزیه واریانس قرار می دهد، با توجه به جدول فوق ملاحظه می شود که میزان متمرکز مالکیت در سود هر سهم و سود تقسیمی و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم معنادار نیست با توجه به این مطلب فرضیه دوم رد می شود.

جدول ۶. نتایج تجزیه واریانس از نظر متمرکز مالکیت (شاخص عددی)

منابع تغییرات	متغیر وابسته	درجه آزادی (df)	میانگین مربعات	آماره F	احتمال $F(\alpha)$
متمرکز مالکیت	SQRTEPS	1	۶۶۳.۵۲۶	3.598	0.058
	SQRTDPS	1	۳۱۸.۳۹۹	1.812	0.179
	SQRTDtoE	1	0.194	1.135	0.287
اشتباه آزمایشی	SQRTEPS	566	184.394		
	SQRTDPS	566	175.710		
	SQRTDtoE	566	0.171		

۷- نتیجه گیری و بحث

نتیجه کلی که از این پژوهش می شود گرفت این است که سیاست تقسیم سود در بورس ایران در شرکتهای مختلف با ساختار مالکیت های متفاوت بطور کلی از روند خاصی پیروی نمی کند و یک شرکت می تواند طی سالهای متفاوت تقسیم سود کاملا متفاوتی داشته باشد بگونه ای که در یک سال حداقل میزان سود تقسیمی یعنی همان ۱۰ درصد را

فهرست منابع

- * استا، سهراب، (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و مدیریت سود، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره دوم، ص ۹۳-۱۰۶.
- * حسینی، احد، (۱۳۸۹)، بررسی اثر ساختار مالکیتی بر ارزش شرکت‌ها، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- * ستایش، محمد حسین و کاظم نژاد، مصطفی، (۱۳۸۹)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال اول ص ۲۹-۵۱.
- * صادقی شریف، سید جلال و بهادری، حجت، (۱۳۸۸)، بررسی تاثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۱۱، ص ۶۱-۸۰.
- * قالیباف، حسن، (۱۳۸۶)، مدیریت مالی مفاهیم و کاربردها، انتشارات پوران پژوهش.
- * محمدی، شاپور، قالیباف اصل، حسن و مشکی، مهدی، (۱۳۸۸)، بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی، شماره ۲۸، ص ۶۹-۸۸.
- * مشایخ، شهناز و عبداللهی، مهین، (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله

پژوهش حاضر، شواهد لازم جهت ارائه پیشنهادات زیر را فراهم نمود:

- ۱) با توجه به فرضیه اول پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران و علاقمندان به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در مطالعات خود به ترکیب سهامداری شرکت‌ها توجه نمایند و اگر به دنبال کسب سود از طریق سرمایه‌گذاری بلند مدت هستند می‌توانند شرکت‌هایی را که دارای مالکیت نهادی را در اولویت قرار دهند بعد از آن شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی، مدیریتی و مالکیت سهامداران حقیقی.
- ۲) با توجه به فرضیه دوم و عدم تفاوت بین مالکیت متمرکز و پراکنده از لحاظ سود تقسیمی پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران این حرفه در تحقیقات خود بر روی شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری به این بعد از ساختار مالکیت توجه نکنند.
- ۳) با توجه به اینکه تحقیق حاضر از نوع مقایسه‌ای بوده و از داده‌های مقطعی استفاده شده پیشنهاد می‌شود تحقیقاتی در رابطه با اثر ساختار مالکیت بر روی سود تقسیمی با استفاده از داده‌های پانل (داده‌های تابلویی) انجام شود.
- ۴) تحقیق حاضر دو جنبه ساختار مالکیت یعنی ترکیب سهامداری و تمرکز مالکیت را بطور جداگانه مورد بررسی قرار داده می‌توان در تحقیقی این دو بعد را بطور همزمان در نظر گرفت.
- ۵) ویا تحقیقاتی در زمینه تاثیر سود تقسیمی بر روی قیمت سهام ویا تحقیقاتی در زمینه بررسی عملکرد شرکت‌ها و تاثیر آن بر روی سود تقسیمی در بورس اوراق بهادار تهران.

یادداشت‌ها

پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره چهارم.

- ¹ Dividend Per Share(DPS)
² Stock Split
³ Corporate
⁴ Director
⁵ Institutional
⁶ Herfindahl-Hirschman
⁷ Descriptive Res.
⁸ Analysis of variance

* مشکی میاوقی، مهدی، (۱۳۸۹)، اثرات الگوی ساختار مالکیت با رویکرد تمرکز مالکیت و ترکیب بر عملکرد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رساله‌ی دکتر، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

* مهرانی، کاوه، (۱۳۸۳) رابطه سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری، پایان‌نامه دکتر، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

- * Demsetz, H. and Lehn, K.(1985). The structure of corporate ownership: cause and consequences. Journal of political Economy 93, 1155-1177.
- * Fama, E.(1980). Agency problems and the theory of the firm. Journal of political Economy, 228-307.
- * Gonzalez, M. , Molina.C.A and Pablo, E. (2010), "Dividend Policy and Ownership Structure in Latin America" , Universidad de los Andes (UNIANDÉS), vol. 21, pp. 1-20.
- * Godfred A. Bokpin, (2011). " Ownership structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana Stock Exchange" , journal of Applied Accounting Research, Vol. 12 No.1,pp.61-73.
- * Jensen, M and W. Mackling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and ownership structure", Journal of financial economics, vol. 3, pp. 305-360.
- * Mondher Kouki and Moncef Guizani, (2009). "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market" , European journal of scientific research, Vol.25 No.1 , pp.42-53.
- * Omneya Abdelsalam, Ahmad El-Masry, sabri Elsegini (2008). "Board Composition,Ownership Structure and Dividend Policise in an Emerging Market, Futher Evidence From CASE 50, Managiara Finance, Vol. 34 No. 12, pp. 953-964