

## ترکیب سهامداری و سود تقسیمی (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)

علی سعیدی<sup>۱</sup>

سیدمجتبی حسینی قیداری<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۱/۴/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۱/۱/۲۸

### چکیده

سهامداران با شرکت در مجمع عمومی نسبت به مقداری از سود که باید بین سهامداران بصورت نقدی تقسیم شود، تصمیم‌گیری می‌کنند. به صورت عمومی انتظار بر این است که سهامداران حقیقی انتظار سود تقسیمی بیشتری داشته باشند و برخی تئوری‌ها از جمله پرنده در دست، نیز این موضوع را تأیید می‌کنند. در این تحقیق سعی بر آن است که رابطه بین نوع سهامداری از نظر حقیقی و حقوقی و همچنین میزان سهام شناور آزاد و ارتباط آن با سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شود. در این تحقیق تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از سال ۱۳۸۵ تا سال ۱۳۸۹ به شکل مداوم سود تقسیم کرده‌اند، یعنی ۱۷۱ شرکت، مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که بین سود تقسیمی با میزان سهام شناور آزاد و درصد مالکیت حقوقی رابطه عکس و بین سود تقسیمی و درصد مالکیت حقوقی رابطه مستقیم وجود دارد که باورهای عمومی را تأیید می‌کند. بنابراین شرکت‌هایی که در ساختار مالکیت خود سهامدار حقوقی بیشتری دارند، سود تقسیمی نقدی کمتری تقسیم کرده و در شرکت‌ها با ساختار مالکیت حقیقی بیشتر، تمایل به تقسیم سود نقدی بیشتری دیده می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** نسبت سود تقسیمی، ساختار مالکیت، سهام شناور آزاد، سهامداران حقیقی، سهامداران حقوقی.

۱- استادیار دانشکده مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال (مسئول مکاتبات) a\_saeedi@iau-tnb.ac.ir

۲- کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی با گرایش مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال

## ۱- مقدمه

تقسیمی، اقدام به فروش سهام نموده و مبلغ وجه نقد مورد انتظار خود را کسب می‌کنند، ولی واقعیت بازار مالی به این سادگی نیست و تصمیم‌گیری برای پرداخت یا عدم پرداخت سود بر قیمت سهام شرکت‌ها مؤثر است.

بنابراین تصور عمومی چنین است که سهامداران حقوقی به انباشته کردن سود و سهامداران حقیقی به توزیع سود تمایل دارند و این‌که هر چه سهام شناور آزاد در شرکتی بیشتر باشد، تمایل به تقسیم سود نیز بیشتر است. در عین حال تحقیقات کافی نیاز است انجام شود تا این تصورات را آزمون کرده و واقعیت‌های بازار اوراق بهادار برای مشارکت‌کنندگان معلوم و مشخص شود. این تحقیق به دنبال آزمون این تصور عمومی است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

موضوع سود سهام و درصد سود تقسیمی<sup>۱</sup> همه ساله با پایان یافتن سال مالی شرکت و نزدیک شدن به زمان برگزاری مجمع عمومی عادی سالیانه یکی از مباحث فراگیر نزد سهامداران شرکت-هاست.

ساختار مالکیت<sup>۲</sup> شرکت‌ها متفاوت است و البته از جنبه‌های مختلفی به آن توجه می‌شود، نظیر سهامداران حقیقی، سهامداران حقوقی، مالکیت مدیریتی و ... هر کدام از این سرمایه‌گذاران با اهداف و افق‌های زمانی مختلفی به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها پرداخته‌اند. سرمایه‌گذاران از سرمایه-گذاری در شرکت‌های بورسی دو نوع عایدی را انتظار دارند:

متفاوت بودن ترکیب مالکیت شرکت، بر تصمیم‌گیری در مورد نسبت سود پرداختی در مجامع عمومی تأثیرگذار است. در تصمیم‌گیری پیرامون مقدار توزیع سود میان سهامداران، مدیران مالی باید همواره هدف شرکت را که همان به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است، در نظر داشته باشند. در نتیجه نسبت پرداخت درصدی از سود خالص هر سهم که به صورت نقدی پرداخت می‌شود باید تا حد ممکن بر پایه اولویت سهامداران از سود نقدی و عایدات سرمایه‌ای، استوار باشد. این‌که آیا سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند توزیع سود به صورت نقدی و یا به گونه‌ای باشد که عایدات مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود، در مجامع عمومی و هنگام تصمیم‌گیری، خود را نشان می‌دهد. بدیهی است گروه‌های مختلف سهامداران با توجه به اهداف و انتظارات خود از سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، تمایل به تقسیم سود یا سرمایه‌گذاری مجدد آن را دارند.

اما درک عمومی از وضعیت سود تقسیمی و ارتباط آن با ساختار مالکیت بدین صورت است: سرمایه‌گذاران خرد پس از یک سال انتظار تمایل به تقسیم سود دارند و در مقابل، مدیران و اعضاء هیأت مدیره که اغلب آن‌ها سهامداران عمده شرکت و یا نمایندگان سرمایه‌گذاران حقوقی هستند، با تصمیم عدم تقسیم سود و یا تقسیم حداقل سود به مجمع خاتمه می‌دهند و سود به اندوخته منتقل می‌شود. در عین حال از جنبه تئوریک برای سهامدار خرد نیز این موضوعیت ندارد، چراکه سهامدارانی که تمایل به تقسیم سود دارند، به دلیل عدم دریافت وجه نقد از محل سود

داخلی گفته می‌شود و البته هزینه سرمایه‌ای بیشتری از بدهی و هزینه تأمین مالی کمتری از انتشار سهام جدید دارد.

عوامل زیادی در تعیین نسبت سود پرداختی مؤثر می‌باشد که در این قسمت عوامل مزبور به صورت خلاصه بیان شده است:

۱) به دلیل آن‌که در ترکیب مالکیت هر شرکت سهامدارانی از جمله سهامداران حقیقی و حقوقی، سهامداران دولتی و خصوصی وجود دارد که هدف هر کدام از آن‌ها برای سرمایه‌گذاری در شرکت متفاوت است، به یقین در مورد منافع حاصل از سرمایه‌گذاری خود نیز دارای اهداف متفاوتی خواهند بود. از این حیث نظر آنان در مجمع عمومی برای تعیین سود سهامی که باید پرداخته شود نیز مختلف است.

۲) تعداد سهامداران و قدرت کنترلی آن‌ها از دیگر عوامل مؤثر بر نسبت سود پرداختی است. زمانی که تعداد سهامداران زیاد باشد یا به عبارت دیگر مالکیت شرکت میان تعداد زیادی سهامدار توزیع شده باشد، نسبت سود پرداختی در مقایسه با زمانی که مالکیت عمده در شرکت وجود دارد متفاوت است. پرداخت سود نقدی سهام می‌تواند یک شیوه جانشینی مناسب برای کنترل شرکت باشد. زمانی که کنترل مستقیم شرکت توسط سهامداران ناکافی و یا دارای کارایی نباشد، تقسیم سود نقدی می‌تواند به عنوان عامل کنترلی عمل نماید. به بیان دیگر تقسیم سود، امکان استفاده از وجه نقد را از مدیران سلب می‌کند. بنابراین، زمانی که سهامداران کنترل کافی بر عملیات شرکت نداشته باشند نسبت سود تقسیمی پایین خواهد

۱) عایدات سرمایه‌ای<sup>۳</sup>: برخی از سرمایه‌گذاران انتظار دارند ارزش بازار سهام در طول زمان افزایش یابد. عایدات حاصل از افزایش قیمت سهام با عنوان عایدات سرمایه‌ای نامیده می‌شود و سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت با هدف کسب عایدات سرمایه‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند.

۲) سود سهام<sup>۴</sup>: سودی که بین سهامداران شرکت توزیع می‌شود، سود سهام نامیده می‌شود. سود سهام به صورت نقدی<sup>۵</sup>، سهمی<sup>۶</sup> و یا دارایی غیرنقدی (البته به ندرت) می‌باشد. سود سهام با توجه به قوانین تجاری هر کشور می‌تواند تا حد کل سود انباشته و اندوخته‌ها (به استثنای اندوخته قانونی) باشد. برخی از سرمایه‌گذاران هم به امید دریافت سود سهام، اقدام به خرید سهام عادی می‌کنند و میزان مشخصی از سود تقسیمی را که در سررسیدهای معین اعلام و پرداخت می‌شود، را به سرمایه‌گذاری مجدد در شرکت برای رشد و توسعه ترجیح می‌دهد. بر اساس ماده ۹۰ قانون تجارت ایران، شرکت‌ها باید حداقل ۱۰٪ سود خالص سالانه را بین سهامداران تقسیم کنند.

۳) از طرف دیگر شرکت‌ها نیز در تصمیمات تقسیم سود دارای دو نقطه نظر هستند:

۴) توزیع سود بین سهامداران: در این صورت سود سهام نقدی اعلام و بین سهامداران توزیع می‌شود. بدیهی است توزیع سود نقدی توان نقدی شرکت را کاهش داده و فرصت رشد نیز با توجه به میزان سود تقسیمی کاهش می‌یابد.

۵) تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت: سود انباشته یکی از منابع تأمین مالی بلندمدت شرکت‌ها است که به آن منبع تأمین مالی

سرمایه‌گذاران جهت تعدیل این تضاد منافع است؛ به دلیل آن که سود سهام نقدی:

- مدیر را مجبور می‌نماید تا برای پرداخت سود به مقدار کافی وجه نقد ایجاد نماید،
- مدیر را مجبور می‌نماید تا برای تأمین منابع مالی پروژه‌های خود، به بازار سرمایه مراجعه کرده و اطلاعات بیشتری در اختیار بازار قرار دهد،
- موجب کاهش جریان وجه نقد مازادی می‌شود که به دلیل عدم استفاده مدیریت در پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور، به هدر می‌رود.

(۶) دلیل دیگری که می‌توان از آن یاد کرد، ارتباط

سیاست پرداخت با ارزش شرکت است. سهامداران حقوقی یا به طور صحیح‌تر نمایندگان سهامداران حقوقی به دلیل کاهش ارزش شرکت در پی تقسیم سود از سیاست عدم تقسیم سود یا تقسیم سود در نسبت‌های پایین پیروی می‌کنند.

به هر حال سرمایه‌گذاران تمایل دارند وضعیت سود تقسیمی شرکت را از قبل پیش‌بینی کنند. ترکیب سهامداران از نقطه نظر حقیقی و حقوقی در ارتباط با درصد سود تقسیمی شرکت‌هاست و سرمایه‌گذاران مایلند بدانند آیا شرکت‌هایی که دارای مالکان حقوقی بیشتری هستند، آیا سود کمتری تقسیم می‌کنند؟

در این حوزه تحقیقات زیادی به انجام رسیده که اشاره به آن‌ها از حوصله این مقاله خارج است. به همین علت فقط به برخی از این تحقیقات اشاره شده است. نکته حائز اهمیت این‌که بر اساس قانون تجارت ایران، مرجع تصمیم‌گیری برای تقسیم سود مجمع عمومی عادی سالانه است در حالی‌که در

بود و زمانی که کنترل سهامداران ضعیف باشد نسبت سود پرداختی بالاست. به بیان دیگر تقسیم سود امکان استفاده از وجه نقد را از مدیران سلب می‌کند.

(۳) تمرکز در مالکیت نیز می‌تواند نسبت سود پرداختی را تحت تأثیر قرار دهد. سهامداران حقوقی شاید به دلیل درصد بالای مالکیت در شرکت که این خود باعث تمرکز در مالکیت می‌گردد و به دلیل داشتن مهارت‌های کنترلی و نظارتی بر شرکت، نسبت به سهامداران حقیقی تمایل به عدم تقسیم سود یا تقسیم سود به نسبت کم داشته باشند (تئوری پرنده در دست<sup>۷</sup>).

(۴) از جمله عوامل اساسی در تعیین نسبت پرداخت سود، ارتباط سیاست تقسیم سود با سیاست‌های سرمایه‌گذاری است. در این مورد قبلاً نیز گفته شد که شرکت‌هایی که برنامه سرمایه‌گذاری جدید دارند، از سیاست عدم تقسیم سود پیروی می‌کنند تا از سود انباشته به عنوان یک منبع تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری‌ها استفاده کنند.

(۵) عامل دیگر که می‌توان به آن اشاره کرد وجود هزینه‌های نمایندگی است. هزینه‌های نمایندگی ناشی از مالکیت خارج از شرکت است. طبق تئوری نمایندگی، هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد بالقوه‌ای است که میان منافع مدیران و سهامداران وجود دارد. از این حیث، زمانی که مدیران مالک، بخشی از سهام خود را به سرمایه‌گذارانی که در مدیریت شرکت نقشی ندارند می‌فروشند، هزینه‌های نمایندگی افزایش می‌یابد. می‌توان گفت که پرداخت درصد قابل توجهی از سود، یکی از مکانیسم‌های کنترلی

برخی کشورها، هیأت مدیره وظیفه اتخاذ چنین تصمیمی را دارد.

روزف تحقیقی با عنوان "چگونه شرکت‌ها نسبت سود تقسیمی خود را تعیین می‌کنند" را در سال ۱۹۸۲ ارائه نموده است. روزف در این تحقیق عوامل موثر بر تقسیم سود را این‌گونه معرفی می‌کند [11].

- هزینه‌های معاملاتی به دلیل تأمین مالی از بازار سرمایه؛
- محدودیت‌های تأمین مالی ناشی از افزایش اهرم مالی و عملیاتی؛
- هزینه‌های نمایندگی مالکیت بیرونی (سهامداران اقلیت).

یک شرکت همواره سعی در کاهش مجموع سه هزینه بالا یعنی هزینه‌های معاملاتی ناشی از تأمین مالی از بازار سرمایه و محدودیت‌های تأمین مالی و هزینه‌های نمایندگی دارد. روزف نسبت پرداخت سود سهام نقدی را جایگزین سیاست تقسیم سود در نظر گرفت. در رابطه با هزینه‌های معاملاتی ناشی از تأمین مالی بازار سرمایه روزف از دو متغیر استفاده نمود: ۱- متغیر نرخ رشد درآمد و ۲- نرخ رشد پیش بینی شده درآمد.

او اعتقاد داشت که شرکت‌های در حال رشد یا دارای برنامه رشد تمایلی به توزیع سود ندارند. هر چه ضریب اهرم مالی و عملیاتی یک شرکت بیشتر باشد، ضریب بتای آن نیز بزرگتر خواهد بود، در این تحقیق بتای شرکت به عنوان یکی از متغیرها در نظر گرفته شد که با توزیع سود نسبت عکس دارد. در رابطه با هزینه‌های نمایندگی نیز، درصد سهام سهامداران داخلی و تعداد سهامداران به عنوان دو متغیر جانشین به کار گرفته شدند. نتیجه تحقیق روزف چنین بود که هر چه مالکیت

غیرمتمرکز و پراکنده بیشتر باشد، سود بیشتری توزیع می‌شود. روزف نهایتاً مدلی ارائه کرد که در آن بر اساس رابطه تعادلی بین هزینه معاملات و هزینه‌های نمایندگی، درصد سود تقسیمی بهینه را محاسبه می‌کرد. هر چه هزینه‌های معاملاتی بیشتر شود، درصد تقسیم سود نیز کاهش می‌یابد.

تروم در تحقیقی که در سال ۲۰۰۴ با عنوان عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود در مؤسسات استوئیایی ارائه داد، دریافت که میزان سود تقسیمی شرکت‌های استوئیایی و نقش آن در بودجه کشور در مقایسه با سال‌های اخیر روند صعودی داشته است [14].

عوامل مورد بررسی در این تحقیق به ده گروه تقسیم شدند. ۱- وجود جریان‌های نقدی آزاد، ۲- انتظارات سهامداران، ۳- قوانین مالیاتی استوئیایی، ۴- ثبات سودآوری، ۵- قوانین استوئیایی، ۶- وجود پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور، ۷- سود مورد انتظار سال‌های آتی، ۸- سود تقسیمی سال‌های گذشته، ۹- محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی، ۱۰- سیاست تقسیم سود در دیگر شرکت‌ها.

همچنین برای دستیابی به نتایج بهتر شرکت‌ها به دو دسته شرکت‌هایی که سود پرداخت می‌کنند و شرکت‌هایی که سود پرداخت نمی‌کنند تقسیم شده‌اند.

نتایج به دست آمده از بررسی شرکت‌هایی که سود تقسیم نمی‌کنند نشان می‌دهد که مهم‌ترین عامل در تعیین سیاست تقسیم سود انتظارات سهامداران است. به این صورت که سهامداران علاقه‌مند به تقسیم سود نیستند و خواستار سرمایه‌گذاری مجدد درآمد می‌باشند.

نتایج حاصل از بررسی شرکت‌هایی که سود تقسیم می‌کنند نشان می‌دهد که مهم‌ترین عوامل،

رسیدند که وجود سهامداران عمده با نسبت سود پرداختی رابطه عکس دارد [6].

دکتر تلامحمد الدیهانی در تحقیقی در سال ۲۰۰۳ عوامل تأثیرگذار بر سیاست‌های تقسیم سود را از نظر مدیران شرکت‌های بورسی و مقایسه میزان اهمیت این عوامل در بین صنایع مختلف را مورد بررسی قرار داد [4].

نه عامل در این تحقیق در سه گروه فرضی به شرح زیر طبقه‌بندی می‌شوند:

گروه اول: عوامل مربوط به تأثیر مشتری و سهامداران که عبارتند از:

۱- توجه به نیاز درآمدی سهامداران، ۲- حفظ وفاداری سهامداران، ۳- حمایت و افزایش قیمت بازار سهام.

گروه دوم: عوامل مربوط به محتوای اطلاعاتی و سود تقسیمی که عبارتند از:

۴- علامت دهی نسبت به سودآوری آتی شرکت، ۵- تسهیل در دستیابی به منابع مالی خارجی، ۶- کمک به این که شرکت مورد هدف شرکت‌های بزرگ‌تر قرار بگیرد، ۷- تطبیق با سیاست شرکت‌های مادر با خواست سهامداران اصلی

گروه سوم: عوامل مرتبط با ارزش شرکت که عبارتند از:

۸- کمبود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور ۹- کاهش وجوه نقد مازاد.

نتایج به دست آمده از این تحقیق اولویت عوامل بالا را به این شرح اعلام نمود: مهم‌ترین عوامل توجه به نیاز درآمدی سهامداران، عوامل بعدی حمایت و یا افزایش قیمت سهام، حفظ وفاداری سهامداران، علامت‌دهی نسبت به سودآوری آتی شرکت و ...

وجود جریان‌های نقدی آزاد و انتظارات سهامداران می‌باشد.

شولی و بارنی در سال ۱۹۹۴، مجذور متغیر مالکیت محرمانه<sup>۱</sup> (این که مدیر جزء مالکان عمده باشد) را به مدل روزف اضافه کرد و نتایج یافته‌های روزف تأیید شد و ارتباط U شکل بین درصد سود تقسیمی و مالکیت مدیر را ارائه کرد [12].

جنسن و همکاران در تحقیقی در سال ۱۹۹۲ عوامل مقطعی مدیران مالک و درصد سود تقسیمی را مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسیدند که هر چه میزان تملک مدیران افزایش می‌یابد، درصد سود تقسیمی کاهش می‌یابد که با نتیجه روزف همسان بود [8].

هلدرنس و شیپان در تحقیقی در سال ۲۰۰۰ به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که دارای سهامدار فردی بیشتری هستند، درصد سود تقسیمی کمتری دارند [7].

فارینها در تحقیقی در سال ۲۰۰۲ که ۶۰۰ شرکت انگلیسی را شامل می‌شد، به رابطه عکس بین مالکیت مدیران و درصد سود تقسیمی رسید [5].

ماوری و پاچوست در تحقیقی در سال ۲۰۰۲ پیرامون شرکت‌های پذیرفته شده در بورس فنلاند به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که دارای سهامداران بزرگ دارای کنترل هستند، سود کمتری پرداخت می‌کنند. در این تحقیق این نتیجه نیز به دست آمد که اگر مدیر شرکت جزء ۳ سهامدار عمده باشد، نسبت سود پرداختی به شدت کاهش می‌یابد [10].

جوگلر و یورتوگلو در تحقیقی در سال ۲۰۰۳ در خصوص شرکت‌های آلمانی به این نتیجه

تحقیق تامسن در سال ۲۰۰۴ نیز رابطه منفی بین وجود سهامداران عمده و نسبت سود تقسیمی را در بین شرکت‌های اروپایی تأیید کرد [13].

تهمینا خان محقق هندی در سال ۲۰۰۵ به بررسی رابطه میان سود تقسیم شده میان سهامداران و ساختار مالکیت شرکت‌ها پرداخته است. او در این مقاله ۳۳۰ شرکت را در دوره ۱۹۸۵ تا ۱۹۹۷ مورد بررسی قرار داد. وی در مقاله خود شرکت‌هایی را مورد بررسی قرار داد که ترکیب مالکیتی آنها از صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، اشخاص حقیقی و سایر سرمایه‌گذاران تشکیل می‌شد. او به بررسی میزان مالکیت هر کدام از این سرمایه‌گذاران در شرکت‌های کوچک و بزرگ پرداخته و به نتایج قابل توجهی دست یافت. خلاصه نتایج به شرح زیر می‌باشد [9]:

الف) رابطه منفی غیرخطی میان سود سهام نقدی و تمرکز مالکیت وجود دارد، تهمینا خان سهم مالکیت متمرکز را به عنوان یک مکانیسم کلیدی حاکمیت شرکتی عنوان می‌نماید. او بیان می‌کند که داشتن درصد بالای سهام، سهامداران را بر می‌انگیزد تا اعمال کنترل و ابزار مناسب برای کنترل را متعهد شوند.

ب) رابطه مثبت میان میزان (درصد) مالکیت شرکت‌های بیمه و سود سهام نقدی وجود دارد در حالی که این رابطه برای سرمایه‌گذاران فردی منفی است.

جهانخانی و قربانی در تحقیقی در سال ۱۳۸۵ تحت عنوان «شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام داد. نتایج تحقیق حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند [3].

احمدوند در تحقیق خود در سال ۱۳۸۵، تأثیر ساختار مالکیت را از دو دیدگاه تعداد سهامداران عمده و نوع مالکیت آن‌ها بر عملکرد شرکت (ضریب P/E و نسبت ROE) مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق نشان داد که رابطه میان تعداد سهامداران عمده و بازده حقوق صاحبان سهام و مقدار ضریب P/E مستقیم است [1].

سعیدی و بهنام (سعیدی و بهنام، ۱۳۸۸) در تحقیق خود عوامل مؤثر بر نسبت سود تقسیمی را در الگوی داده‌های ترکیبی برای سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ برای ۱۶۵ شرکت بورس تهران مورد بررسی قرار داد که از میان متغیرهای مختلف، معناداری ارتباط عوامل: اندازه شرکت، سود تقسیمی در سال گذشته، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سود مورد انتظار سال آتی و نرخ تورم تأیید شد، و معناداری ارتباط متغیرهای دیگر شامل: متوسط نرخ رشد سود ۵ سال گذشته، درصد سهام شناور آزاد، گردش وجوه نقد حاصل از عملیات، نسبت اهرم شرکت، سود هر سهم و متوسط درصد سود پرداختی شرکت‌های رقیب، مورد تأیید قرار نگرفت [2].

### ۳- فرضیات پژوهش

۱) بین درصد سهام شناور آزاد و نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه خطی معناداری وجود دارد.

۲) بین میزان مالکیت حقیقی و نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه خطی معناداری وجود دارد.



۳) بین میزان مالکیت حقوقی و نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه خطی معناداری وجود دارد.

حقیقی و حقوقی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مستقیماً از شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه دریافت شده است.<sup>۱۰</sup>

#### ۴- متغیرهای پژوهش

- ۱- سهام شناور آزاد<sup>۹</sup> (FF): هر یک از موارد زیر در صورتی که مجموعاً بیشتر یا مساوی ۵ درصد کل سهام شرکت باشد، جزء سهام شناور تلقی نمی‌گردد:
  - الف- سهام نگهداری شده توسط هر یک از سهامداران،
  - ب- سهام متعلق به سهامداران خانوادگی (اقوام نسبی درجه اول از طبقات اول و دوم)،
  - ج- سهام متعلق به اشخاص حقوقی هم‌گروه با مالکیت مستقیم یا غیرمستقیم.
- ۲- سهامداران حقیقی (NAT): شخصی که عنوان حقیقی دارد سهام شرکتی را خریداری کند.
- ۳- سهامداران حقوقی (LEG): موسسه یا نهادی سهام شرکتی را خریداری کند.

متغیر وابسته تحقیق نسبت سود تقسیمی ( $PO_{it}$ ) است که عبارت است از حاصل تقسیم سود تقسیم شده هر سهم بر سود هر سهم ( $DPS/EPS$ ).

$$PO_{it} = \frac{DPS_{it}}{EPS_{it}}$$

درصد سهام شناور آزاد توسط شرکت بورس اوراق بهادار تهران در ادوار ۳ ماهه از سال ۱۳۸۳ محاسبه و ارائه می‌شود که اطلاعات مربوط از سایت رسمی این شرکت استخراج شده است. اطلاعات مربوط به ترکیب درصدی سهامداران

#### ۵- روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر، توصیفی از نوع همبستگی است. جامعه آماری در تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ جزء شرکت‌های سودآور بوده و اقدام به تقسیم سود کرده باشند. با توجه به اعمال این تعریف تعداد ۲۶۳ شرکت در طول این سال‌ها به طور مداوم سودآور بودند که ۱۷۱ شرکت به طور مداوم سود نقدی تقسیم کردند (مابقی شرکت‌ها حداقل در ۱ سال افزایش سرمایه داده است). تعداد مشاهدات معادل ۸۵۵ مورد باید باشد که با توجه به در دسترس نبودن برخی داده‌ها، تعداد ۸۴۸ داده مورد بررسی قرار گرفتند.

#### ۶- نتایج پژوهش

به منظور تجزیه و تحلیل داده‌های آماری پژوهش، ابتدا داده‌های خام از اسناد استخراج و سپس با استفاده از فرمول‌های مربوط و مناسب که دارای روایی است به متغیرهای تحقیق تبدیل شده و با استفاده از نرم افزار E-views 6 در دو بخش توصیفی و استنباطی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. ساختار داده‌ها از نوع داده‌های ترکیبی<sup>۱۱</sup> بوده که با توجه به ۱۷۱ شرکت (مقطع) و ۵ سال (روند)، تعداد مشاهدات معادل ۸۴۸ داده در



دسترس می‌باشد. جدول ۱، اطلاعات توصیفی داده‌ها را ارائه داده است. همخطی بین متغیرها، از آزمون‌های رگرسیون مجزا برای بررسی ارتباط استفاده شده است.

جدول ۲ همچنین ارتباط بین متغیرهای مستقل تحقیق و معناداری ارتباط را نشان می‌دهد. به علت

جدول شماره (۱): اطلاعات توصیفی مربوط به داده‌های تحقیق

	FF	LEG	NAT
Mean	23.78538	56.13433	43.88502
Median	20.00000	60.95000	39.05000
Maximum	90.00000	99.40000	100.00000
Minimum	5.000000	0.000000	0.600000
Std. Dev.	15.93963	31.77259	31.76737
Skewness	1.317300	-0.225401	0.221454
Kurtosis	5.152301	1.595077	1.590247
Jarque-Bera	408.9308	76.92174	77.15286
Probability	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	20170.00	47601.91	37214.50
Sum Sq. Dev.	215198.9	855044.4	854763.6
Observations	848	848	848

جدول شماره (۲): ارتباط بین متغیرهای تحقیق و آماره t میزان همبستگی

	NAT	LEG	FF
NAT	1 -----		
LEG	-0.999391 (-832.8328)	1 -----	
FF	0.309767 (9.476007)	-0.312101 (-9.555072)	1 -----

عدد سطر اول ضریب همبستگی و عدد سطر دوم t-stat

وجود دارد. برای آزمون این فرض، از رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$PO_{it} = \alpha + \beta_1 FF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$PO_{it}$ : درصد سود تقسیمی شرکت i در سال t،

$FF_{it}$ : درصد سهام شناور آزاد شرکت i در سال t

با توجه به استفاده از ساختار داده‌های ترکیبی، ابتدا ترکیب‌پذیری با آزمون Redundant بررسی

با توجه به آزمون جارک- برا، متغیرهای تحقیق دارای توزیع نرمال نمی‌باشند، در عین حال به علت بالا بودن حجم داده‌ها، با توجه به قضیه حد مرکزی، می‌توان از آزمون‌های پارامتریک بهره برد.

**فرضیه اول:** بین درصد سهام شناور آزاد و نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه خطی معناداری

همچنین با کاهش درصد سهامداران حقیقی به کل سهام در شرکت‌های بورس، نسبت سود تقسیمی تقسیمی افزایش می‌یابد.

**فرضیه دوم:** بین میزان مالکیت حقیقی و نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه خطی معناداری وجود دارد. برای آزمون این فرض، از رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$PO_{it} = \alpha + \beta_1 NAT_{it} + \varepsilon_{it}$$

$NAT_{it}$ : درصد مالکیت سهامداران حقیقی شرکت  $i$  در سال  $t$

با توجه به نتایج بدست آمده در این مرحله مدل اثرات ثابت به عنوان مدل ارجح انتخاب گردید (جدول شماره ۶).

شده است. با توجه به نتایج بدست آمده در این مرحله مدل اثرات ثابت<sup>۱۲</sup> به عنوان مدل ارجح انتخاب گردید (جدول شماره ۳).

پس از تأیید استفاده از مدل اثرات ثابت، برای انتخاب بین مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی<sup>۱۳</sup> از آزمون هاسمن استفاده شده است (جدول شماره ۴).

همانطور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، باید از اثرات تصادفی استفاده شود. به همین علت در مدل نهایی رگرسیون از آزمون اثرات تصادفی استفاده شده که ضمناً به مقاطع وزن داده شده است<sup>۱۴</sup>.

در نتیجه می‌توان ادعا کرد که رابطه خطی بین سهام شناور آزاد به کل سهامداران و نسبت سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران معکوس است و با افزایش درصد سهامداران حقیقی به کل سهام در شرکت‌های بورس، نسبت سود تقسیمی کاهش می‌یابد.

جدول شماره (۳): خروجی آزمون Redundant برای اثرات ثابت

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.939752	(170,676)	0.0000
Cross-section Chi-square	469.346928	170	0.0000

جدول شماره (۴): خروجی آزمون هاسمن برای اثرات تصادفی

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.070088	1	0.3009

  

Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
FF	-0.026542	-0.173354	0.020142	0.3009

جدول شماره (۵): خروجی رگرسیون (آزمون ارتباط درصد سود تقسیمی و درصد سهام شناور آزاد)

Dependent Variable: PO  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 171  
 Total panel (unbalanced) observations: 848  
 Swamy and Arora estimator of component variances  
 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	80.31108	2.265341	35.45209	0.0000
FF	-0.173354	0.073777	-2.349692	0.0190

  

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		14.92099	0.2822
Idiosyncratic random		23.79408	0.7178

  

Weighted Statistics			
R-squared	0.005417	Mean dependent var	44.30274
Adjusted R-squared	0.004242	S.D. dependent var	23.92174
S.E. of regression	23.80068	Sum squared resid	479235.6
F-statistic	4.607970	Durbin-Watson stat	1.919930
Prob(F-statistic)	0.032107		

  

Unweighted Statistics			
R-squared	0.012172	Mean dependent var	76.09644
Sum squared resid	665789.7	Durbin-Watson stat	1.381966

جدول شماره (۶): خروجی آزمون Redundant برای اثرات ثابت

Redundant Fixed Effects Tests  
 Equation: Untitled  
 Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.790311	(170,679)	0.0000
Cross-section Chi-square	450.866089	170	0.0000

جدول شماره (۷): خروجی آزمون هاسمن برای اثرات تصادفی

Correlated Random Effects - Hausman Test  
 Equation: NATFINAL  
 Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.841622	1	0.0010

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
NAT	0.072985	-0.129009	0.003763	0.0010

پس از تأیید استفاده از مدل اثرات ثابت، برای انتخاب بین مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است (جدول ۷).

همانطور که در جدول ۷ مشاهده می‌شود، باید از اثرات ثابت استفاده شود

جدول شماره (۸): خروجی رگرسیون (آزمون ارتباط درصد سود تقسیمی و درصد مالکیت حقیقی)

Dependent Variable: PO  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 171  
 Total panel (unbalanced) observations: 851  
 Linear estimation after one-step weighting matrix  
 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	73.06675	1.267852	57.63035	0.0000
NAT	0.070580	0.028072	2.514238	0.0122

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.836335	Mean dependent var	178.1010
Adjusted R-squared	0.795117	S.D. dependent var	177.1396
S.E. of regression	23.72681	Sum squared resid	382250.9
F-statistic	20.29071	Durbin-Watson stat	2.184516
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.433713	Mean dependent var	76.16155
Sum squared resid	382255.1	Durbin-Watson stat	2.405411

بورس اوراق بهادار تهران رابطه خطی معناداری وجود دارد. برای آزمون این فرض، از رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$PO_{it} = \alpha + \beta_1 LEG_{it} + \varepsilon_{it}$$

$LEG_{it}$ : درصد مالکیت سهامداران حقوقی شرکت  $i$  در سال  $t$

با توجه به نتایج بدست آمده در این مرحله مدل اثرات ثابت به عنوان مدل ارجح انتخاب گردید (جدول شماره ۹).

در نتیجه می‌توان ادعا کرد که رابطه خطی بین درصد سهامداران حقیقی به کل سهامداران و نسبت سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران مستقیم است و با افزایش درصد سهامداران حقیقی به کل سهام در شرکت‌های بورس، نسبت سود تقسیمی افزایش می‌یابد. همچنین با کاهش درصد سهامداران حقیقی به کل سهام در شرکت‌های بورس، نسبت سود تقسیمی کاهش می‌یابد.

فرضیه سوم: بین میزان مالکیت حقوقی و نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در

پس از تأیید استفاده از مدل اثرات ثابت، برای همانطور که در جدول ۱۰ مشاهده می‌شود، باید از انتخاب بین مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی اثرات ثابت استفاده شود. از آزمون هاسمن استفاده شده است (جدول ۱۰).

جدول شماره (۹): خروجی آزمون Redundant برای اثرات ثابت

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: LEGFINAL  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.782609	(170,679)	0.0000
Cross-section Chi-square	449.899496	170	0.0000

جدول شماره (۱۰): خروجی آزمون هاسمن برای اثرات تصادفی

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: LEGFINAL  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.825953	1	0.0017

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LEG	-0.060465	0.132593	0.003793	0.0017

جدول شماره (۱۱): خروجی رگرسیون (آزمون ارتباط درصد سود تقسیمی و درصد مالکیت حقوقی)

Dependent Variable: PO  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 171  
Total panel (unbalanced) observations: 851  
Linear estimation after one-step weighting matrix  
White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	79.81190	1.572766	50.74621	0.0000
LEG	-0.064986	0.027703	-2.345764	0.0193

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.836725	Mean dependent var	178.0786
Adjusted R-squared	0.795605	S.D. dependent var	176.6372
S.E. of regression	23.73218	Sum squared resid	382424.0
F-statistic	20.34866	Durbin-Watson stat	2.184838
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.433441	Mean dependent var	76.16155
Sum squared resid	382438.7	Durbin-Watson stat	2.406058

تقسیم می‌شود. از طرفی تقسیم سود بیشتر، تأمین مالی از منابع داخلی را تضعیف کرده و شرکت را به سمت تأمین مالی بیرونی (دریافت تسهیلات یا افزایش سرمایه از محل آورده نقدی) سوق می‌دهد.

جدول شماره (۱۲): جدول نتایج آزمون فرضیه‌های

تحقیق با استفاده از سه نوع آزمون فرضیه

تحلیل رگرسیون ترکیبی	فرضیه
تأیید به صورت معکوس	ارتباط سهام شناور آزاد و سود تقسیمی
تأیید به صورت معکوس	ارتباط سهامداران حقوقی و سود تقسیمی
تأیید به صورت مستقیم	ارتباط سهامداران حقیقی و سود تقسیمی

به بیان دیگر، حضور سرمایه‌گذاران نهادی به انباشت بیشتر سود منجر شده و به تخلیه نقدینگی شرکت‌ها منجر نمی‌شود. سرمایه‌گذاری غیرمستقیم افراد حقیقی و حضور بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری به بهبود بسیاری از متغیرها از جمله رفتار تقسیم سود شرکت‌ها منجر می‌شود. این تحقیق نیز از جنبه‌ای دیگر، حضور مستقیم سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران را منع کرده و مؤیدی است بر حضور بیشتر سرمایه‌گذاران حقوقی.

#### فهرست منابع

- احمدوند، ژیلا (۱۳۸۵) «بررسی ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه الزهراء تهران.
- سعیدی، علی و بهنام، کیهان (۱۳۸۹) «بررسی عوامل مؤثر بر خط‌مشی تقسیم سود

بنابراین وجود رابطه معکوس بین دو متغیر در جامعه آماری مورد تأیید قرار گرفته است. در نتیجه می‌توان ادعا کرد که رابطه بین درصد سهامداران حقوقی به کل سهامداران و نسبت سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران معکوس است و با افزایش درصد سهامداران حقوقی به کل سهامداران در شرکت‌های بورس، نسبت سود تقسیمی تقسیمی نیز کاهش و با کاهش درصد سهامداران حقوقی به کل سهام در شرکت‌های بورس، نسبت سود تقسیمی نیز افزایش می‌یابد.

#### ۷- نتیجه‌گیری و بحث

نتایج به دست آمده از مشاهده‌های گردآوری شده، رابطه خطی معکوس و معنادار را بین سهام شناور آزاد و سهامداران حقوقی و درصد سود تقسیمی و رابطه خطی مستقیم و معنادار بین سهامداران حقیقی و درصد سود تقسیمی را بدست داده است. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق در جدول شماره ۱۲ نشان داده شده است.

با توجه به این‌که در این تحقیق از اطلاعات ۱۷۱ شرکت استفاده شده، می‌توان ادعا کرد که به نحو مطلوبی این نتایج قابل تعمیم است و البته در این تحقیق بررسی تمام جامعه مدنظر بوده که در غربال‌گری، برخی شرکت‌ها حذف شده‌اند.

نتایج تحقیق، تصور عمومی از وضعیت تقسیم سود نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تأیید می‌کند. حضور بیشتر سهامداران حقیقی در مجامع عمومی، فشار تصویب تقسیم سود را افزایش داده و در نهایت، سود نقدی بیشتری در مجامع عمومی عادی سالانه تصویب و

- ownership to reduce agency costs”, journal of Financial Research, vol 17, pp 363-373.
- 13) Thomsen, S. (2004), “Bloch holder ownership, dividends and firm value in continental Europe”, working paper, Copenhagen Business school.
- 14) Trumm, K., (2004) "Determinants of Dividend Policy in Stonian Enterprises University of Tartu.

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق»، فصلنامه پژوهشگر، شماره ۱۸.

۳) جهانخانی، علی و قربانی، سعید (۱۳۸۴) «شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» تحقیقات مالی شماره ۲۰.

#### یادداشت‌ها

<sup>1</sup> Dividend Payout Ratio

<sup>2</sup> Ownership Structure

<sup>3</sup> Capital Gain

<sup>4</sup> Dividend

<sup>5</sup> Cash Dividend

<sup>6</sup> Stock Dividend

<sup>7</sup> Bird-in-the-Hand Theory

<sup>8</sup> Insider Ownership

<sup>۹</sup> تبصره ماده ۶ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۸۴/۱۰/۱

<sup>۱۰</sup> اطلاعات مربوط به ترکیب درصدی سهامداران حقیقی و حقوقی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاکنون در بورس تهیه نشده بود که با همکاری مدیر عامل و کارشناسان شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه این اطلاعات برای اولین بار آرسو شد و در این تحقیق نیز مورد استفاده قرار گرفت.

<sup>11</sup> Panel Data

<sup>12</sup> Fixed Effect

<sup>13</sup> Random Effect

<sup>14</sup> Cross-Section Weight

- 4) AL-Deehani, T. M., T. Al-Shimmiri and K. M. Al-Saad, (2003), "The Relationship between the Changes in Dividend and the Changes in Cash flow and Investment: Evidence from Kuwait", European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Vol 1, No 2.
- 5) Farinha, J (2002), "Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis", Working paper.
- 6) Gugler, K., B. Yurtoglu (2003), "Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany", works paper, University of Vienna.
- 7) Holderness, c., D. Sheehan, (2000), "Constraints on Large-Block Shareholders" in Concentrated corporate ownership NBER, university of Chicago Press.
- 8) Jensen, G, D. Solbery and T. Zoun (1992), "Simultaneous Determination of Insider ownership, debt and dividend policies" Journal of Financial and quantitative Analysis, vol 27, pp 247-263.
- 9) Khan, T., (2006) "Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data" The Economic Journal, March 2006
- 10) Maury C.B, and A. Pajuste (2002), "Controlling shareholders, Agency problems, and dividend policy in Finland", working paper, Swedish school of Economics and Business Administration.
- 11) Rozeff, M. (1982), "Growth, Beta and agency Costa as Determinants of Dividend payout Ratios", journal of financial Research, vol 5, pp 249-259.
- 12) Schooley, D.K. and L.D. Barney (1994), "Using Dividend policy and managerial