

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی  
سال ششم، شماره سوم، شماره پیاپی (۲۱)، پاییز ۱۳۹۳  
تاریخ وصول: ۱۳۹۲/۱۰/۲۳  
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۰۲/۰۳  
صص: ۱-۲۰

## آزمون نظریه‌های اصلی تقسیم سود با تأکید بر نقش سهامداران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران

حسین اعتمادی<sup>۱\*</sup>، علی اصغر انواری رستمی<sup>\*\*</sup>، وحید احمدیان<sup>\*\*\*</sup>

\* دانشیار حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس

etemadiah@modares.ac.ir

\*\* استاد حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس

anvary@modares.ac.ir

\*\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس

vahid.ahmadian@modares.ac.ir

### چکیده

هدف اصلی این پژوهش، آزمون نظریه‌های اصلی تقسیم سود، با اتکا بر رابطه بین سیاست‌های تقسیم سود با متغیرهای عدم تقارن اطلاعاتی، وابستگی مالی خارجی و چرخه عمر شرکت است. همچنین، بررسی تأثیرگذاری سهامداران نهادی بر این رابطه، هدف دیگر این پژوهش بوده است. نمونه مورد بررسی شامل ۸۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره هشت ساله ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل‌های رگرسیونی توییت و لاجیت استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که مطابق با نظریه سلسله مراتبی، سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی با عدم تقارن اطلاعاتی دارد. همچنین، در تأیید نظریه‌های سلسله مراتبی، علامت‌دهی، توازن ایستا و نظریه نمایندگی، یک رابطه منفی بین سیاست‌های سود سهام و وابستگی مالی خارجی وجود دارد. یافته‌ها نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود شرکت‌های دارای درصد سهامدار نهادی بالا، در مقایسه با شرکت‌های دارای سهامدار نهادی پایین، حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی نشان می‌دهد. همچنین، با رد نظریه چرخه عمر در بورس اوراق بهادار تهران، نتایج این پژوهش گویای آن است که رابطه معناداری بین عمر شرکت و سیاست‌های تقسیم سود وجود ندارد. واژه‌های کلیدی: سیاست‌های تقسیم سود، نظریه‌های تقسیم سود، نظریه‌های ساختار سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی، وابستگی مالی خارجی.

## مقدمه

در ادبیات مدیریت مالی، بحث‌های مربوط به تئوری‌های سود سهام بسیار پیچیده و در طول زمان همیشه مایه سردرگمی محققان بوده است.

پژوهشگران مختلف با ارائه نظریه‌های گوناگون، در پی یافتن راهی برای تعیین سیاست‌های بهینه پرداخت سود بوده‌اند؛ اما هیچ‌کس ادعا نکرده است که هر یک از این تئوری‌ها به تنهایی و در مقابل سایر تئوری‌ها می‌تواند برتر باشد و علت آن هم احتمالاً به وجود انگیزه‌های متفاوت برای پرداخت سود سهام بر می‌گردد [۱۵]. از این رو، شماری از الگوهای نظری، نتیجه تلاش‌ها برای توضیح رفتار تقسیم سود شرکت سهامی هستند که البته در بیشتر موارد، بین همین الگوها نیز تناقض وجود دارد. اما آنچه مسلم است، این است که زیربنای اصلی اکثر این الگوها به بحث تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و ذی‌نفعان و رابطه نمایندگی بین مدیران و سهامداران بر می‌گردد [۲۲]. برای مثال، طبق تئوری علامت دهی و نمایندگی، هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی بالا است، پیش‌بینی می‌شود شرکت‌ها سود تقسیمی خود را افزایش دهند؛ در حالی که طبق تئوری سلسله مراتبی پیش‌بینی می‌شود در چنین شرایطی، شرکت‌ها سود پرداختی خود را کاهش دهند [۲۵]. تئوری توازن ایستا نیز نسبت به تقارن یا عدم تقارن اطلاعاتی بی‌تفاوت است [۷].

موضوع دیگری که باید در نظر گرفت، این است که تصمیمات توزیع سود سهام، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی با هم در ارتباط هستند و مدیریت نمی‌تواند سیاست سود تقسیمی را جدا از سایر تصمیم‌گیری‌ها در نظر بگیرد. واقعیت این است که به خصوص در بازارهای ناقص، نمی‌توان به راحتی

منابع داخلی و خارجی را جایگزین یکدیگر در نظر گرفت؛ زیرا برای تأمین مالی خارج از شرکت باید هزینه اضافی پرداخت و این هزینه به علت افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، بیشتر می‌شود [۲۶]. طبق سه تئوری علامت‌دهی، تئوری نمایندگی و تئوری سلسله مراتبی، هنگامی که وابستگی مالی خارجی بالا باشد، می‌توان پیش‌بینی کرد که شرکت‌ها سود پرداختی خود را کاهش دهند [۲۵].

همچنین، تئوری جدیدی به نام تئوری چرخه عمر شرکت، مطرح شده است که مطابق با این تئوری، پیش‌بینی می‌شود شرکت‌ها با گذشت زمان و افزایش منابع، سود پرداختی به سهامداران را افزایش دهند.

همگام با شکل‌گیری تئوری‌های جدید و معرفی متغیرهای تأثیرگذار، پژوهشی جامع که به طور همزمان، به آزمون آخرین نظریه‌های تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران بپردازد، صورت نگرفته است. با توجه به مطالب یاد شده، می‌توان مسأله اصلی این پژوهش را در قالب سه تئوری اصلی تقسیم سود و دو تئوری ساختار سرمایه، چنین بیان کرد که سطوح مختلف عدم تقارن اطلاعاتی، وابستگی به منابع تأمین مالی خارجی و دوران مختلف چرخه حیات شرکت، چگونه می‌توانند بر تصمیمات تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر داشته باشند؟ سؤال دیگری که این پژوهش می‌خواهد به آن پاسخ دهد، این است که، حضور سهامداران نهادی چه تاثیری بر روابط بالا خواهد گذاشت؟

با توجه به نتایج پژوهش‌های قبلی، سهامداران نهادی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات هستند و می‌توانند عدم تقارن اطلاعاتی را در شرکت کاهش دهند [۱۸]. از آنجا که هدف اصلی سهامداران نهادی

عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین، به عنوان نشانه‌ای از سوددهی و کیفیت، بالا می‌برند [۱۲].

در واقع، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و مالکان از طریق تغییرات غیرمنتظره در سیاست تقسیم سود زیربنای مدل‌های علامت دهی سود نقدی است. طرفداران تئوری علامت دهی معتقدند که سیاست تقسیم سود شرکت به عنوان یک ابزار پیام‌دهی از وضعیت شرکت به علت داشتن هزینه پایین‌تر از سایر روش‌ها، باید استفاده شود. اما هزینه استفاده از سود تقسیمی به عنوان نشانه‌ای از کیفیت و شفافیت ممکن است شرکت را مجبور کند برای تأمین منابع مالی خود به بازار سرمایه رجوع کند و این موضوع می‌تواند یک نشانه منفی درباره ارزش شرکت به بازار سرمایه انتقال دهد. بنابراین، شرکت‌هایی که وابستگی مالی خارجی بالایی دارند، ترجیح می‌دهند از راه‌های جایگزین استفاده کنند. یک رویکرد جایگزین عدم پرداخت سود یا پرداخت سود کمتر است [۲۵].

تئوری نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیریت و مالکیت اشاره دارد. با بزرگ‌تر شدن شرکت‌ها، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کرده‌اند. جدایی مالکیت از مدیریت، به مشکلات نمایندگی منجر می‌شود.

پرداخت سود سهام ممکن است به کاهش هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع کمک کند؛ به‌ویژه زمانی که شرکت‌ها با عدم تقارن اطلاعاتی مواجهند [۱۹]. چون سود سهام نقدی به ایجاد وجوه نقد کافی برای پرداخت سود سهام نیاز دارد، مدیریت را وادار می‌سازد برای تأمین مالی پروژه‌های خود، به بازار سرمایه مراجعه کند و طبعاً اطلاعات بیشتری را در اختیار بازار قرار دهد (کاهش سطح عدم تقارن

از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، دستیابی به سود و نهایتاً افزایش ثروت است، رقم سود گزارش شده و سود توزیع شده شرکت‌ها از اهمیت بسیار بالایی برای آن‌ها برخوردار است؛ زیرا قیمت بازار سهام نیز به‌شدت تحت تأثیر سود گزارش شده و تقسیمی قرار دارد. بدین ترتیب، سهامداران نهادی احتمالاً تلاش خواهند کرد تا در اتخاذ تصمیمات اثرگذار بر سود گزارش شده و سود تقسیمی شرکت‌ها تأثیرگذار باشند و حتی ممکن است در راستای دستیابی به اهداف خود، فشارهایی نیز به مدیریت شرکت‌ها وارد نمایند [۸]. با توجه به این‌که سهامداران نهادی می‌توانند بر هر دو متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و سود تقسیمی اثرگذار باشند، و با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاران نهادی در اقتصاد دولتی ایران و دسترسی آن‌ها به منابع عظیم سرمایه شرکت‌ها، مطالعه در خصوص نقش آن‌ها در این بین، می‌تواند مفید باشد.

### چارچوب نظری پژوهش

به‌طور کلی، چارچوب نظری برای توصیف سیاست تقسیم سود در طی دو دهه اخیر بیشتر بر تئوری‌های اصلی تقسیم سود؛ یعنی تئوری علامت دهی، تئوری نمایندگی، تئوری‌های ساختار سرمایه؛ یعنی تئوری سلسله مراتبی و تئوری توازن ایستا، و اخیراً تئوری چرخه عمر شرکت استوار بوده است [۱۶].

تئوری علامت‌دهی بر انتقال اطلاعات محرمانه به سهامداران درباره چشم انداز آتی شرکت تأکید دارد [۱۰]. براساس این تئوری، هنگامی که شرکت‌ها با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی بالا مواجه می‌شوند، درصد پرداخت سود خود را به منظور کاهش سطح

ابتدا از وجوه داخلی و سپس از وجوه خارجی اقدام به تأمین مالی می‌کنند. طبق این دیدگاه، در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها تمایل به پیروی از سیاست سلسله‌مراتبی در تأمین مالی از خود نشان می‌دهند [۲۰]. در نتیجه، چون مدیریت، منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد، تمایل به انباشت وجه نقد دارد تا بتواند در مرحله اول از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت مراجعه نکند. در بحث تأمین مالی، نظریه سلسله‌مراتبی بیان می‌کند که شرکت، سرمایه‌گذاری را ابتدا با سود انباشته، پس از آن با بدهی‌ها و سرانجام با انتشار سهام تأمین مالی می‌کند. هدف از رعایت این ترتیب، کاهش هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی و سایر هزینه‌های تأمین مالی است [۱۷].

اگر شرکت‌ها به منابع مالی خارجی نیاز داشته باشند، ترجیح می‌دهند سود پرداختی به سهامداران خود را کاهش دهند تا این‌که این منابع را از بازار سرمایه تأمین کنند. در انطباق با تئوری سلسله‌مراتبی، شرکت‌ها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، به دو دلیل اساسی پرداخت سود خود را کاهش می‌دهند: اول این‌که، هزینه‌های تأمین مالی خارجی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌رود و دوم این‌که، هزینه تأمین مالی خارجی همیشه گران‌تر از تأمین مالی داخلی است [۱۳].

در مقابل تئوری سلسله‌مراتبی، تئوری توازن ایستا قرار می‌گیرد. براساس این تئوری، شرکت‌ها به دنبال دستیابی به یک ساختار سرمایه (نسبت بدهی) بهینه هستند که ارزش شرکت را حداکثر سازد. یکی از مفروضات تئوری توازن ایستا این است که مدیران و سرمایه‌گذاران درباره آینده شرکت اطلاعات همانندی دارند (اطلاعات متقارن). بنابراین این تئوری از

اطلاعاتی؛ و باعث کاهش جریان وجه نقد مازاد و هدر رفتن آن شود [۹]. همچنین، سودهای تقسیمی، شرکت‌ها را در معرض بازرسی‌های مکرر از سوی بازارهای سرمایه قرار می‌دهد؛ زیرا پرداخت سود سهام، احتمال انتشار سهام عادی جدید را افزایش می‌دهد [۱۹]. بنابراین، طبق تئوری نمایندگی، پیش‌بینی می‌شود هنگامی که شرکت‌ها با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، سود پرداختی خود را افزایش دهند. طرف دیگر قضیه این است که در صورت تقسیم سود، شرکت‌ها با کاهش منابع داخلی مواجه خواهند شد و مجبور خواهند شد برای تأمین منابع مورد نیاز، به بازار سرمایه و اعتباردهندگان مراجعه کنند. اما با توجه به محدود بودن مسئولیت سهامداران در برابر اعتباردهندگان، ممکن است آنان تمایل داشته باشند با استفاده از منابع دریافتی از اعتباردهندگان، شرکت را وارد طرح‌های پر ریسک نمایند [۱۴]. این اقدامات می‌تواند به منافع اعتباردهندگان آسیب جدی وارد کند. آگاهی اعتباردهندگان از احتمال از بین رفتن ثروتشان، سبب می‌گردد آن‌ها تمایل کمتری به قرار دادن منابع مالی در اختیار واحد تجاری داشته باشند؛ لذا، کاهش توزیع سود در شرایط وابستگی مالی خارجی؛ به‌ویژه با در نظر گرفتن تضاد منافع زیاد بین اعتباردهندگان و سهامداران (شرایط عدم تقارن اطلاعاتی)، از جمله راهکارهایی است که برای حفاظت از منافع اعتباردهندگان و کاهش بار مالی ناشی از تأمین مالی خارجی در پیش گرفته می‌شود [۶].

براساس تئوری سلسله‌مراتبی، شرکت‌ها در وضعیت معمول، منابع خارجی را به علت بالا بودن عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و اعتباردهندگان، هزینه بر می‌دانند و بدون توجه به نسبت بدهی بهینه،

تقسیم سود تأثیر داشته باشند. بر این اساس، مالکان نهادی ممکن است با تمایل مدیران مبنی بر انباشت بیشتر جریان‌های نقدی مخالفت، و با توجه به قدرت رأی خود، مدیران را به تقسیم سود وادار کنند [۸].

این سرمایه‌گذاران معمولاً خواهان ارائه اطلاعات صحیح و به‌موقع در مورد شرکت هستند و به‌طور مستمر، شرکت را برای ارائه دقیق و صحیح درباره سود آتی مورد کنکاش قرار می‌دهند. آنان اطلاعات مرتبط با ارزش سهام را که در سود سال جاری منعکس نیستند، تجزیه و تحلیل و در قیمت‌های سهام لحاظ می‌کنند (فرضیه نظارت فعال).

براساس تئوری علامت‌دهی، مدیران با آگاهی و اطلاعات بیشتر نسبت به بازار، انتظارات خود را در مورد عایدات آینده شرکت با پرداخت سود به بازار مخابره می‌کنند و چنین استدلال می‌شود که سود تقسیمی و سهامداران نهادی ممکن است به عنوان ابزارهای پیام‌رسانی جایگزین قلمداد شوند. حضور سهامداران بزرگ ممکن است نیاز به استفاده از سود تقسیمی را به عنوان پیامی از عملکرد مناسب کاهش دهد؛ زیرا خود این سهامداران می‌توانند به عنوان پیام معتبرتر عمل کنند. حضور مالکان نهادی ممکن است به بازار مخابره کند که هزینه‌های نمایندگی به دلیل فعالیت‌های نظارتی این گروه از سهامداران کاهش یافته است [۸].

#### پیشینه پژوهش

منوس و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر سطح عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های هندی پرداختند.

مجرای تغییر در سطوح مختلف عدم تقارن، نمی‌تواند بر سود تقسیمی اثر بگذارد. طبق این نظریه شرکت سعی می‌کند بین مزایای مربوط به صرفه‌جویی‌های مالیاتی و هزینه‌های مختلف انتشار بدهی تعادل برقرار سازد. براساس تئوری توازی ایستا، شرکت‌ها در تصمیم‌گیری‌های تأمین مالی خود، هدف را رسیدن به نسبت بدهی بهینه قرار می‌دهند که در آن نسبت تعادل برقرار شده، ارزش شرکت به حداکثر می‌رسد.

شرکت‌هایی که دارای اهرم مالی و عملیاتی بالایی باشند، به‌واسطه برخورداری از ریسک بالا تمایلی به توزیع سود نخواهند داشت و بنابراین وابستگی مالی خارجی، پرداخت کمتر سود را به همراه خواهد داشت [۲۰].

یکی از تئوری‌های جدید در ادبیات تقسیم سود، تئوری چرخه عمر است. طبق تئوری چرخه عمر، شرکت‌ها معمولاً در سال‌های اولیه تأسیس به دلیل وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، ترجیح می‌دهند سود کمتری بین سهامداران نشان توزیع کنند [۱۱]؛ اما با گذشت زمان و با افزایش منابع مالی، شرکت‌ها معمولاً سود پرداختی خود به سهامداران نشان را افزایش می‌دهند. به عبارت دیگر، میزان سود تقسیمی در شرکت‌هایی که به دوران بلوغ خود رسیده‌اند، بیشتر است. این در حالی است که در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، میزان سود تقسیمی کمتر است.

نقش مالکان نهادی در تئوری‌های تقسیم سود، از ترجیحات مالکان نهادی، مبنی بر توزیع جریان‌های نقدی به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی می‌شود [۲۷]. با توجه به موقعیت دارای نفوذ و اثرگذار سرمایه‌گذاران نهادی، انتظار می‌رود این گروه از مالکان، بر سیاست‌های مالی شرکت، شامل سیاست

مدیران در شرایط نیاز به تأمین مالی، پرداخت کمتر سود را به منابع تأمین مالی از بیرون شرکت ترجیح می‌دهند [۲۰].

دی آنجلو و همکاران (۲۰۰۶) در مقاله‌ای با عنوان «نامربوط بودن نظریه بی‌ارتباطی سود تقسیمی» بیان می‌کنند میلر و مودیگلیانی فرض نادرستی را مبنای پژوهش خود قرار دادند. آن‌ها فرض کردند شرکت‌ها تمام وجوه نقد خود را برای پرداخت سود سهام صرف می‌کنند. بنابراین، نتیجه‌گیری که در پیامد این فرض حاصل می‌شود نیز درست نیست؛ اما آن‌ها پس از توضیح نواقص این نظریه، نظریه چرخه عمر را مطرح کردند که بیان می‌کند شرکت‌ها براساس چرخه عمر خود سود پرداخت می‌نمایند [۱۱].

پژوهش انجام شده توسط دشموخ (۲۰۰۵) نشان داد که سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه دارد. وی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و تغییرات سود سهام را با متغیرهایی، نظیر: اندازه شرکت و تقریب عدم تقارن اطلاعاتی از طریق محاسبه الگوریتم‌های ارزش بازار سهام بررسی کرد.

این محقق، همچنین این ارتباط را در مورد شرکت‌های تازه تأسیس بررسی کرده است. نتایج گویای آن است که این شرکت‌ها از یک طرف در زمان رشد دارای سطوح بالایی از نابرابری اطلاعاتی باشند و از طرف دیگر، به دلیل متکی بودن به منابع مالی خارج از شرکت علاقه دارند سطح پایینی از جریان نقدینگی داشته باشند. وی به این نتیجه رسید که ارتباط منفی بین سیاست تقسیم سود سهام و نابرابری اطلاعاتی با تئوری تأمین مالی سازگار و با تئوری علامت‌دهی متناقض است [۱۳].

نتایج حاصل از آزمون فرضیات در بورس هند نشان می‌دهد سطوح بالای وابستگی مالی خارجی و عدم تقارن اطلاعاتی به عدم پرداخت و یا پرداخت کمتر سود منجر می‌شود. همچنین، شرکت‌های مسن‌تر نسبت پرداخت‌های بالاتری در مقایسه با شرکت‌های جوان دارند. در نهایت، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تفاوت قابل توجهی در تصمیم‌گیری سیاست سود سهام در شرکت‌های مستقل و وابسته وجود دارد و شرکت‌های وابسته، سود بیشتری به سهامداران خود پرداخت می‌کنند [۲۵].

چای و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند، شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی مؤثرتر و محدودیت‌های تأمین مالی خارجی بالاتر، سود سهام کمتری می‌پردازند؛ در حالی که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر با محدودیت‌های تأمین مالی خارجی کمتر، سود سهام بیشتری می‌پردازند [۹].

جیو و نای (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود پرداختند. یافته‌های بررسی شرکت‌های صنعتی آمریکایی در دوره زمانی ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۲ گویای آن است که میزان پرداخت سود با میزان مالکیت نهادی رابطه مستقیمی دارد [۱۸].

فرانس و دابروسکا (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان "آیا سیاست‌های تقسیم سود سهام از تئوری‌های ساختار سرمایه پیروی می‌کند؟" به بررسی روابط بین دو نظریه ساختار سرمایه (نظریه سلسله‌مراتبی و نظریه جایگزینی) و سیاست پرداخت سود سهام در صنعت کشاورزی و مواد غذایی لهستان در بین سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۶ پرداختند.

نتایج پژوهش، کاربرد نظریه سلسله‌مراتبی در بورس لهستان را تأیید می‌کند؛ بدین صورت که

## پیشینه داخلی

اهمیت سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، یکی از موضوع‌هایی است که مورد توجه محققان دانشگاهی قرار دارد. یکی از پژوهش‌هایی که در این زمینه انجام شده است، پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» بود که ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۸۹) انجام داده‌اند. این پژوهش که در دوره ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ انجام شده است، با استفاده از یک مدل رگرسیونی چندگانه به این نتیجه رسید که مالکیت شرکتی و استقلال هیأت مدیره به‌طور مثبت و مالکیت نهادی به‌طور منفی، نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با وجود این، شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت مدیریتی و میزان تمرکز مالکیت با سیاست تقسیم سود مشاهده نشد [۳].

ایزدی‌نیا و علی‌نقیان (۱۳۹۰) با به کارگیری مدل لاجیت به شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی برای یک دوره هشت ساله از سال ۱۳۸۰-۱۳۸۷ پرداختند. مدل نهایی حاصل که به صورت لاجیت با رویکرد پانل و با اثر ثابت تخمین زده شد، نشان داد از بین عوامل مورد نظر، ناطمینانی به جریان نقد، مرحله عمر شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری شرکت بر پرداخت سود تقسیمی اثرگذار هستند. پس از تخمین مدل، با محاسبه اثر حاشیه‌ای، مشخص شد سودآوری شرکت بیشترین تأثیر را در بین عوامل دارد [۲].

کرمی و همکاران (۱۳۸۹) با در نظر گرفتن تئوری‌های علامت‌دهی و نمایندگی در بورس اوراق

بهادار تهران، به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود پرداختند. برای آزمون ارتباط بین سیاست تقسیم سود شرکت و مالکیت نهادی، از سه مدل رگرسیونی (مدل‌های سود سهام لیتنر و مدل واد) استفاده شد. به‌طور کلی، نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه منفی، بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و سود سهام پرداختی از سوی شرکت بوده و مؤید تئوری علامت‌دهی است [۴].

پژوهش دیگر عبارت است از بررسی و تعیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد که نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) آن را با هدف آرایه شواهدی در رابطه با نقش نوع دو سرمایه‌گذاری نهادی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند.

نتایج پژوهش مذکور نشان داد شرکت‌های با مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بالا نسبت به شرکت‌های با درجه پایین‌تر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی اطلاعات بیشتری در رابطه با سودهای آتی به بازار سرمایه گزارش کرده‌اند [۵].

اعتمادی و چالاک (۱۳۸۴)، به بررسی رابطه بین عملکرد مدیریت و تقسیم سود نقدی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که بین عملکرد مدیریت و تقسیم سود نقدی رابطه معنی‌دار وجود دارد [۱].

## فرضیه‌های پژوهش

### فرضیه‌های دسته اول

۱- بین احتمال پرداخت سود سهام با وابستگی‌های مالی خارجی و سطح عدم تقارن اطلاعاتی

## متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها متغیرهای مستقل

عدم تقارن اطلاعاتی ( $SPREAD_{it}$ ) به‌طور کلی، زمانی که نمایندگان (افراد درون سازمانی)، در یک سوی بازار از اطلاعات بهتر و بهنگام‌تری (مزیت اطلاعاتی) در مورد شرکت نسبت به سایر گروه‌ها (افراد برون سازمانی) در سوی دیگر بازار برخوردار باشند به اصطلاح می‌گویند بازار دارای ویژگی عدم تقارن اطلاعاتی است. از آن‌جا که سطح عدم تقارن اطلاعاتی به‌طور مستقیم قابل مشاهده نیست، محققان از برخی معیارهای جانشین برای سنجش آن استفاده نموده‌اند. با این حال، مطالعات صورت گرفته در ایران، به علت در دسترس نبودن اطلاعات لازم برای برآورد آن‌ها، تنها از یک معیار؛ یعنی دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش استفاده کرده‌اند. در این پژوهش نیز برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران از این الگو استفاده می‌شود. این الگو را وکتاش و چیانگبرای (۱۹۸۶) برای تعیین دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی کرده‌اند و در پژوهش‌های متعددی در داخل و خارج کشور از آن استفاده شده است. مدل مورد بحث به‌صورت زیر است:

$$SPREAD_{it} = \frac{(AP - BP) \times 100}{(AP + BP) \div 2}$$

که در آن:

$SPREAD_{it}$ : دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP (ASK PRICE): میانگین قیمت پیشنهادی

فروش سهام

شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌دار وجود دارد.

۲- بین احتمال پرداخت سود سهام با چرخه عمر شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌دار وجود دارد.

۳- در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها زیاد است، در مقایسه با شرکت‌هایی که در آن‌ها مالکیت نهادی کم است، احتمال پرداخت سود، بالاتر است.

۴- در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها زیاد است، در مقایسه با شرکت‌هایی که در آن‌ها مالکیت نهادی کم است، احتمال پرداخت سود، کمتر تحت تأثیر وابستگی‌های مالی خارجی، عدم تقارن اطلاعاتی و ملاحظات چرخه عمر قرار می‌گیرد.

## فرضیه‌های دسته دوم

۵- بین نسبت تقسیم سود سهام با وابستگی‌های مالی خارجی و سطح عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌دار وجود دارد.

۶- بین نسبت تقسیم سود سهام با چرخه عمر شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌دار وجود دارد.

۷- در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها زیاد است، در مقایسه با شرکت‌هایی که در آن‌ها مالکیت نهادی کم است، نسبت پرداخت سود بالاتر است.

۸- در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی در آن‌ها زیاد است، در مقایسه با شرکت‌هایی که در آن‌ها مالکیت نهادی کم است، نسبت پرداخت سود، کمتر تحت تأثیر وابستگی‌های مالی خارجی، عدم تقارن اطلاعاتی و ملاحظات چرخه عمر قرار می‌گیرد.



AGE: عمر شرکت است و عبارت است از: لگاریتم طبیعی عمر شرکت از تاریخ تأسیس تا سال مورد بررسی [۲۵].

#### متغیر وابسته

متغیر وابسته این پژوهش، سیاست‌های تقسیم سود ( $PAYOUT_{it}$ ) است که با استفاده از دو معیار پرداخت و عدم پرداخت سود سهام و نسبت پرداخت سود نقدی اندازه‌گیری می‌شود. به‌طور کلی، رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم، نشان‌دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است. به علاوه، از میان تمام شاخص‌های موجود سیاست تقسیم سود، نسبت سود تقسیمی به سود خالص، رایج‌ترین شاخص مورد استفاده است [۲۵، ۲۴ و ۱۹]. در این پژوهش نیز از نسبت سود نقدی تقسیم شده به سود خالص قبل از مالیات برای سنجش سیاست تقسیم سود شرکت استفاده می‌شود.

#### متغیرهای کنترلی

به‌منظور کنترل سایر عوامل احتمالی مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت، که با متغیرهای مستقل در نظر گرفته نشده، متغیرهای رشد سود و سیاست تقسیم سود سال گذشته به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است.

سیاست تقسیم سود سال گذشته ( $P-PAYOUT_{it}$ ) پژوهش‌های صورت گرفته نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود سال جاری همواره همبستگی قابل ملاحظه‌ای با سیاست تقسیم سود سال قبل شرکت دارد. در این پژوهش  $P-PAYOUT$  نماینده‌ای برای سیاست تقسیم سود سال قبل است و به عنوان یک متغیر کنترلی وارد مدل می‌شود.

#### رشد سود ( $GIT_{it}$ )

BP (BID PRICE): میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام

در مدل عدم تقارن اطلاعاتی بالا، دوره زمانی ۲۱ روز قبل و ۲۱ روز بعد از اعلان سود، استفاده می‌شود. برای انجام محاسبات، ابتدا بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام برای ۲۱ روز قبل و بعد از اعلان سود برآوردی هر سهم استخراج می‌شود و پس از محاسبه «دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام»، میانگین اعداد به‌دست آمده برای هر نمونه در قبل و بعد از اعلان سود محاسبه می‌شود.

اگر میانگین دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام صفر باشد، نشان‌دهنده تقارن اطلاعاتی و در غیر این صورت، بیانگر عدم تقارن اطلاعاتی است. در آزمون فرضیه‌ها، قدر مطلق عدد حاصل از این الگو استفاده می‌شود.

#### وابستگی مالی خارجی ( $DEP_{it}$ )

یک شرکت هنگامی وابستگی مالی خارجی دارد که نتواند به‌وسیله منابع مالی داخلی نیازهای مالی خود را برطرف کند. در این پژوهش، وابستگی مالی خارجی عبارت است از درصدی از رشد در فروش‌ها که نمی‌تواند به وسیله جریان‌های نقدی آزاد تأمین مالی شود (منوس و همکاران، ۲۰۱۲).

$$DEP_{it} = 1 - \frac{Cfo_{it}}{Salse_{it}}$$

$Cfo_{it}$ : میزان تغییرات در جریان نقد عملیاتی پس از کسر مالیات نقدی.

$Salse_{it}$ : میزان تغییرات در فروش‌ها.

#### چرخه عمر واحد تجاری (AGE)

۱- نمونه با مالکیت نهادی زیاد که شامل شرکت‌هایی می‌شود که در چارک چهارم مالکیت نهادی قرار می‌گیرند.

۲- نمونه با مالکیت نهادی کم که شامل شرکت‌هایی می‌شود که در چارک اول مالکیت نهادی قرار می‌گیرند.

### گردآوری اطلاعات، جامعه آماری و نمونه پژوهش

داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیات پژوهش، شامل اطلاعات و ارقام از بازار سرمایه و اطلاعات ارقام مالی شرکت‌های نمونه آماری است. اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش، از نرم‌افزار ره آورد نوین، پایگاه سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت‌های مالی سالیانه و سایر منابع اطلاعاتی موجود در سازمان بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای انتخاب نمونه از تکنیک غربالگری استفاده شده است. در این روش، با قراردادن مجموعه‌ای از معیارها جامعه آماری غربال می‌شود. معیارهای در نظر گرفته شده به قرار زیر هستند:

۱. شرکت مورد نظر تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۲. شرکت نایستی سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشد.

۳. جزو صنایع واسطه‌گری مالی نباشد؛ چرا که ممکن است به دلیل ماهیت فعالیت خاص آن‌ها، رابطه مؤلفه‌های مورد بررسی در این پژوهش برای چنین مؤسسه‌های متفاوت بوده، قابل تعمیم به سایرین نباشد.

براساس نظریه علامت‌دهی، شرکت‌ها زمانی سود سهام نقدی خود را افزایش می‌دهند که انتظار افزایش در سودآوری را داشته باشند. براساس گام تصادفی نیز بهترین برآورد از سیاست تقسیم سود آینده شرکت، وضعیت حال آن است. بنابراین، انتظار می‌رود که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها رابطه معناداری با رشد سود (افزایش سودآوری) داشته باشد [۲۵]. لذا متغیر رشد سود نیز به عنوان متغیر کنترل دیگر پژوهش، وارد مدل خواهد شد.

### متغیر تعدیل‌کننده

میزان مالکیت نهادی ( $OPER_{it}$ )

مطابق تعریف ارائه شده و مورد استفاده در پژوهش‌های کوکی و گیزانی [۲۱] و ازکان [۲۴]، برای محاسبه میزان مالکیت نهادی مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام عادی منتشره شرکت در ابتدای دوره تقسیم شده، درصد یا میزان مالکیت نهادی به دست می‌آید. برای شناسایی اثربخش تفاوت‌ها در تصمیمات پرداخت و مقدار ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی، وابستگی‌های مالی و مراحل چرخه عمر در شرکت‌های با مالکیت نهادی زیاد، در مقایسه با شرکت‌های با مالکیت نهادی کم، در این پژوهش ابتدا تمامی شرکت‌های موجود در نمونه بر اساس متغیر مالکیت نهادی (GRH) در هر سال نمونه به ترتیب نزولی مرتب شده، سپس از آن‌ها دو نمونه کاهش یافته به شرح زیر استخراج می‌شود:

مدل کلی برای فرضیات سوم، چهارم، هفتم و هشتم  
(۲)

$$\begin{aligned} \text{PAYOUT}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \times \text{OPER}_{it} + \\ & \alpha_0 \times \text{P} - \text{PAYOUT}_{it} + \alpha_1 \times \text{GIT}_{it} \\ & + \alpha_2 \times \text{DEP}_{it} + \alpha_3 \times \text{SPREAD}_{it} \\ & + \alpha_4 \times \text{AGE}_{it} + \alpha_1 \times \text{OPER}_{it} \times \text{DEP}_{it} \\ & + \alpha_2 \times \text{OPER}_{it} \times \text{SPREAD}_{it} + \alpha_3 \\ & \times \text{OPER}_{it} \times \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

### آزمون آماری فرضیه‌ها

از آنجا که سود پرداختی متغیری است که می‌تواند صفر یا عددی مثبت باشد و سود پرداختی منفی معنی ندارد، در این پژوهش نیز مطابق با پژوهش منوس و همکاران [۲۵] از مدل رگرسیون توییت برای آزمون سطح پرداخت سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران استفاده می‌شود. همچنین، در این پژوهش چون برای تصمیم به امر پرداخت یا عدم پرداخت سود، از طبقه‌بندی دوجهی استفاده می‌شود، از مدل رگرسیون لاجیت استفاده می‌شود.

استدلال پشتوانه استفاده از مدل لاجیت در تجزیه و تحلیل این پژوهش، این است که شرکت‌ها هنگام تصمیم‌گیری درباره خط مشی تقسیم سودشان، با دو انتخاب اولیه روبه‌رو هستند: ۱- پرداخت سود؛ ۲- عدم پرداخت سود؛ و بهترین مدل برای انعکاس تصمیمات از این نوع، مدل رگرسیونی لاجیت خواهد بود. برای تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش از ضریب همبستگی و الگوی رگرسیون خطی چندگانه به روش‌های فوق، در نرم‌افزارهای Spss و Stata استفاده شده است. برای بررسی معناداری الگوی کلی و ضرایب جزئی رگرسیون در فرضیه‌های پژوهش، به ترتیب از آزمون‌های  $X^2$  و Wald و شاخص p-value در مدل‌های رگرسیونی لاجیت، و از آزمون‌های Wald و

۴. شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد.

۵. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۱ به‌طور کامل ارائه کرده باشد.

با توجه به محدودیت‌های اعمال شده و با روش نمونه‌گیری سیستماتیک، تعداد ۸۹ شرکت برای بررسی فرضیات پژوهش، انتخاب شدند.

### روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش، توصیفی است. مشاهدات با جمع‌آوری اطلاعات برای نمونه مورد بررسی انجام می‌شود و با نتیجه‌گیری بر اساس روش‌های آماری و اطلاعات جمع‌آوری شده، فرضیه‌های پژوهش اثبات یا رد می‌شود. نتیجه‌ای که حاصل می‌شود، به نمونه مورد بررسی دلالت دارد؛ اما می‌توان آن را به کل جامعه بورس اوراق بهادار تهران و سایر بازارهای در حال توسعه تعمیم داد. بنابراین، روش پژوهش، همچون اکثر پژوهش‌های حسابداری و علوم اجتماعی، از نوع استقرایی خواهد بود. همچنین، چون امکان کنترل همه متغیرهای مربوط وجود نداشت، پژوهش نمی‌تواند از نوع تجربی محض باشد و با توجه به تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته، در طبقه پژوهش‌های نیمه تجربی قرار خواهد گرفت. از نظر نوع آزمون فرضیه‌ها، روش پژوهش از نوع همبستگی ترکیبی خواهد بود. مدل کلی مورد استفاده برای آزمون فرضیات به شرح زیر است:

مدل کلی برای فرضیات اول، دوم، پنجم و ششم  
(۱)

$$\begin{aligned} \text{PAYOUT}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_0 \times \text{P} - \text{PAYOUT}_{it} + \\ & \alpha_1 \times \text{GIT}_{it} + \alpha_2 \times \text{DEP}_{it} + \alpha_3 \times \text{SPREAD}_{it} \\ & + \alpha_4 \times \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

نکرده‌اند، برابر با ۲۹ شرکت هستند که نشان می‌دهد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، معمولاً هر سال سود تقسیم می‌کنند. این موضوع، به علت الزام ماده ۹۰ قانون تجارت است که بر اساس آن، شرکت‌ها در صورت کسب سود، باید حداقل ۱۰ درصد آن را بین سهامداران خود تقسیم کنند. نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد که میانگین و میانه متغیر وابستگی مالی خارجی حدود ۸۲ و ۸۷ درصد بوده است. براساس مقادیر فوق، می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌های نمونه، به‌طور متوسط از وابستگی مالی خارجی بالایی برخوردارند. به نظر می‌رسد شرکت‌های مورد بررسی، قسمت اعظمی از نیازهای مالی خود را از منابع مالی خارجی تأمین می‌کنند. این مطلب با در نظر گرفتن درصد سود تقسیمی شرکت‌های نمونه نیز قابل پیش‌بینی بود.

Z و شاخص p-value در مدل‌های توییت استفاده می‌شود. معنی‌دار بودن مدل رگرسیون و هر یک از متغیرهای پژوهش نیز، در سطح خطای ۱ درصد بررسی می‌شود.

## تجزیه و تحلیل نتایج پژوهش آمار توصیفی

آماره توصیفی متغیرهای مورد استفاده در مدل‌های شش‌ساله پژوهش، در نگاره (۱) نشان داده شده است. میانگین نسبت توزیع سود کل نمونه‌ها در طی دوره مورد مطالعه برابر با ۷۲ درصد است که نشان می‌دهد، شرکت‌های نمونه، بخش زیادی از سود هر سهم را به سود نقدی اختصاص داده و آن را بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند. بیشترین نسبت توزیع در نمونه‌ها، ۱۴۵ درصد و کمترین آن صفر است. در نمونه مورد آزمون، تعداد شرکت‌هایی که سود تقسیم

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
نسبت تقسیم سود	PAYOUT <sub>it</sub>	۰/۷۲۵	۰/۷۷۷	۰/۲۵۴	۰/۰۰۰	۱/۴۴۸
عدم تقارن اطلاعاتی	SPREAD <sub>it</sub>	۰/۰۲۲	۰/۰۱۹	۰/۰۲۷	۰/۰۰۰	۰/۱۴۴
وابستگی مالی خارجی	DEP <sub>it</sub>	۰/۸۱۹	۰/۸۷۰	۱/۴۲۲	۳/۵۱۰	۷/۰۹۰
عمر واحد تجاری	AGE <sub>it</sub>	۳۶/۷۹۰	۳۹/۷۴۰	۱۳/۷۸۰	۶/۰۰۰	۶۱/۰۰۰
نسبت تقسیم سود سال قبل	P- PAYOUT <sub>it</sub>	۰/۷۵۴	۰/۷۸۷	۰/۲۸۲	۰/۰۰۰	۳/۱۲۵
رشد سود	GIT <sub>it</sub>	۹۹۲/۲۰۷	۸۰۰/۳۶۰	۱۲۳/۱۳۶	-۲۴۹۸۶	۹۲۰۸۸
درصد مالکیت نهادی	OPER <sub>it</sub>	۰/۷۸۱	۰/۸۲۳	۱۴/۱۹۶	۳۳/۵۱	۹۸/۷۶۰

## نتایج آزمون فرضیه‌ها

مدل‌های رگرسیونی لاجیت آزمون می‌شوند. نتایج آزمون فرضیه‌های (۱) و (۲) در نگاره (۲) نشان داده شده است:

فرضیه‌های دسته اول این پژوهش، به تصمیمات پرداخت یا عدم پرداخت سود مربوط بوده و به دلیل طبقه‌بندی دو وجهی متغیر وابسته، با استفاده از

نگاره ۲. نتایج تحلیل رگرسیون فرضیه‌های (۱) و (۲)

نام متغیر	نماد متغیر	B	S. E.	Wald	p- value	Exp(B)
عدم تقارن اطلاعاتی	SPREAD <sub>it</sub>	-۵۶/۸۴۳	۱۱/۰۵۵	۲۶/۴۳۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
وابستگی مالی خارجی	DEP <sub>it</sub>	-۰/۷۰۴	۰/۱۵۵	۲۰/۶۸۴	۰/۰۰۰	۰/۴۹۴
عمر واحد تجاری	AGE <sub>it</sub>	۰/۰۰۰	۰/۰۱۹	۰/۰۰۰	۰/۹۸۹	۱/۰۰۴
نسبت تقسیم سود سال قبل	P- PAYOUT <sub>it</sub>	۰/۰۱۹	۰/۰۰۹	۴/۷۰۷	۰/۰۰۳	۱/۰۱۹
رشد سود	GIT <sub>it</sub>	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۸۳۰	۰/۳۶۲	۱/۰۰۰
مقدار ثابت	Constant	۴/۵۷۸	۱/۱۲۸	۱۶/۴۶۹	۰/۰۰۰	۱۹۷/۳۶۰
آماره نسبت احتمال ( $X^2$ ): ۸۴/۳۹۲		معناداری نسبت احتمال ( $X^2$ ): ۰/۰۰۰		Log Likelihood: /		
Nagelkerke R Square: ۰/۴۴۸		Cox & Snell R Square: /				

سود سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی وجود دارد. بین متغیر کنترل نسبت تقسیم سود سال قبل با احتمال پرداخت سود سهام نیز، یک رابطه مثبت معنی دار وجود دارد. همچنین، متغیر مستقل عمر واحد تجاری و متغیر کنترلی رشد سود، هیچ رابطه معناداری با احتمال پرداخت سود سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران ندارند.

با توجه به نتایج فوق می‌توان اذعان داشت که فرضیه اول این پژوهش، مبنی بر وجود ارتباط معنی دار بین عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی با احتمال پرداخت سود سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، با اطمینان ۹۹ درصد تأیید می‌شود و فرضیه دوم مبنی بر وجود ارتباط معنی دار بین عمر واحد تجاری با احتمال پرداخت سود سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته نمی‌شود.

نتایج آزمون فرضیه‌های (۳) و (۴) براساس معادله رگرسیون لاجیت، با استفاده از روش داده‌های تابلویی - اثرهای تصادفی و با استفاده از نرم‌افزار Stata در نگاره (۳) نشان داده شده است.

همان‌طور که در نگاره (۲) قابل مشاهده است، مقدار  $X^2$  برابر با ۸۴/۳۹۲ بوده، معنی داری آن ۰/۰۰۰ است. بنابراین، کل مدل مورد آزمون، معنادار و قابل اعتماد است. شاخص دیگری که برای ارزیابی مدل رگرسیون از نوع لاجیت به کار می‌رود، آماره Log Likelihood است که مقدار این شاخص برای مدل مورد استفاده در این پژوهش، ۱۲۷/۴۸۵ بوده است که چون این رقم بالاتر از ۵ است، بنابراین، معناداری کل مدل رگرسیون لاجیت مورد استفاده قابل تأیید است.

آماره Nagelkerke R Square ارائه شده در رگرسیون لاجیت، معادل  $R^2$  در رگرسیون خطی است که مقدار آن در این پژوهش، ۴۵ درصد است؛ یعنی ۴۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل و کنترل وارد شده در مدل لاجیت، تبیین می‌شوند. برای بررسی فرضیه‌های پژوهش، از ضریب B و آماره Wald و مقدار معناداری مربوط به این آماره استفاده شده است.

نتایج به دست آمده گویای آن است که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، بین متغیرهای مستقل عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی با احتمال پرداخت

نگاره ۳. نتایج تحلیل رگرسیون فرضیه‌های (۳) و (۴)

نام متغیر	نماد متغیر	B	S. E.	Wald	p- value	Exp (B)
عدم تقارن اطلاعاتی	SPREAD <sub>it</sub>	-۲۲/۳۲۲	۶/۴۰۴	۱۲/۱۵۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
وابستگی مالی خارجی	DEP <sub>it</sub>	-۰/۶۴۱	۰/۱۶۰	۱۶/۱۰۷	۰/۰۰۰	۰/۰۲۷
عمر واحد تجاری	AGE <sub>it</sub>	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	۰/۸۶۶	۱/۰۰۰
سهامدار نهادی	OPER <sub>it</sub>	۰/۰۸۳	۰/۰۲۲	۱۳/۸۳۵	۰/۰۰۰	۱/۰۸۷
-	OPER <sub>it</sub> * SPREAD <sub>it</sub>	-۰/۳۲۳	۰/۰۹۹	۱۰/۷۴۲	۰/۰۰۰	۰/۷۲۴
-	OPER <sub>it</sub> * DEP <sub>it</sub>	-۰/۰۰۷	۰/۰۰۲	۱۳/۱۴۵	۰/۰۰۰	۰/۹۹۳
-	OPER <sub>it</sub> * AGE <sub>it</sub>	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۹۴۶	۱/۰۰۱
نسبت تقسیم سود سال قبل	P- PAYOUT <sub>it</sub>	۰/۰۱۴	۰/۰۰۸	۲/۸۶۱	۰/۰۸۹	۱/۰۱۴
رشد سود	GIT <sub>it</sub>	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۱۵	۰/۹۰۳	۱/۰۰۰
مقدار ثابت	Constant	۵/۳۳۲	۱/۴۹۳	۱۵/۵۰۲	۰/۰۰۰	۱/۷۱۷
آماره نسبت احتمال ( $X^2$ ): ۱۳۵/۲۷۵		معناداری نسبت احتمال ( $X^2$ ): ۰/۰۰۰		Log Likelihood: ۱۱۲/۳۵۳		
Nagelkerke R Square: ۰/۵۹۹		Cox & Snell R Square: ۰/۲۰۸				

همان‌گونه که در نگاره (۳) مشاهده می‌شود، مقدار  $X^2$  برابر با ۱۳۵/۲۷۵ بوده، معنی‌داری آن ۰/۰۰۰ و شاخص Log Likelihood ۱۱۲/۳۵۳ و بالاتر از ۵ است. بنابراین، فرض عدم معناداری مدل قابل پذیرش نیست و مدل، معنادار و قابل اعتماد است. مقدار آماره Nagelkerke R Square نشان می‌دهد ۵۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل و کنترل وارد شده در مدل لاجیت، تبیین می‌شوند.

نتایج به دست آمده از آزمون مدل رگرسیون لاجیت برای بررسی فرضیه‌های (۳) و (۴) پژوهش در نگاره (۳) گویای آن است که بین متغیرهای درصد مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود سال قبل به‌صورت مثبت و متغیرهای عدم تقارن اطلاعاتی، وابستگی مالی خارجی، SPREAD<sub>it</sub> \* OPER<sub>it</sub> و OPER<sub>it</sub> \* DEP<sub>it</sub> به‌صورت منفی با احتمال پرداخت سود سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌دار وجود دارد.

همچنین، متغیرهای عمر واحد تجاری، رشد سود و متغیر AGE<sub>it</sub> \* OPER<sub>it</sub>، رابطه معناداری با احتمال پرداخت سود سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران ندارند. قدر مطلق ضریب برآورد شده برای متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی در این فرضیه، از قدر مطلق ضریب برآورد شده در آزمون مربوط به فرضیه نخست (یعنی در شرایطی که متغیر درصد تملک سهامدار نهادی در مدل نهایی گنجانده نشده بود) کوچک‌تر است.

با توجه به مطالب مذکور، در مجموع می‌توان چنین نتیجه گرفت در شرایطی که مالکیت شرکت بیشتر در دست سهامداران نهادی باشد، عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی شرکت پایین‌تر است.

در نتیجه، اثر عدم تقارن اطلاعات مالی و وابستگی مالی خارجی بر احتمال پرداخت سود سهام، کمتر می‌شود. بنابراین، با توجه به نتایج مندرج در نگاره (۳) و در سطح اطمینان ۹۹ درصد، دلیلی برای رد فرضیه (۴) وجود ندارد.

آزمون فرضیه‌های دسته دوم فرضیه‌های دسته دوم این پژوهش، به تصمیمات میزان پرداخت سود مربوط بوده، به علت غیرمنفی بودن متغیر وابسته، با استفاده از مدل‌های رگرسیونی توییت آزمون می‌شوند. نتایج آزمون فرضیه‌های (۵) و (۶) پژوهش، در نگاره (۴) نشان داده شده است:

نگاره ۴. نتایج تحلیل رگرسیون فرضیه‌های (۵) و (۶)

نام متغیر	نماد متغیر	B	S. E.	Z	p- value
عدم تقارن اطلاعاتی	SPREAD <sub>it</sub>	-۵۱۲/۲۴۴	۳۸/۳۳۵	-۱۳/۳۶۲	۰/۰۰۰
وابستگی مالی خارجی	DEP <sub>it</sub>	-۴/۳۵۶	۰/۵۶۶	-۷/۶۹۶	۰/۰۰۰
عمر واحد تجاری	AGE <sub>it</sub>	۰/۰۰۰	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	۰/۹۴۰
نسبت تقسیم سود سال قبل	P- PAYOUT <sub>it</sub>	۰/۱۵۰	۰/۰۲۸۰	۵/۳۵۷	۰/۰۰۰
رشد سود	GIT <sub>it</sub>	۰/۰۰۱	۰/۰۰۳	۰/۰۲۳	۰/۷۷۰
مقدار ثابت	Constant	۳۲/۶۷۸	۵/۰۸۶	۶/۴۲۶	۰/۰۰۰
آماره والد: ۵۳۴/۲۲۸		معناداری آماره والد: ۰/۰۰۰		Log Likelihood: ۲۵۳۸/۰۹۲	

نتایج حاصل از برآورد معادله رگرسیون توییت، با استفاده از روش داده‌های تابلویی - اثرهای تصادفی و با استفاده از نرم افزار Stata در نگاره (۴) ارائه شده است. زمانی که از مدل رگرسیون توییت چند متغیره استفاده می‌شود، با استفاده از آزمون والد می‌توان معناداری کل مدل را تعیین کرد. بر اساس نتایج تخمین مدل، مقدار احتمال حاصل از آزمون، ۰/۰۰۰ بوده، کمتر از ۵ درصد است؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که کل مدل رگرسیون مورد بررسی معنادار است. در رگرسیون توییت، چون  $R^2$  پایایی و اعتبار کافی ندارد، از شاخصی با عنوان Log Likelihood برای سنجش معیار نیکویی برازش مدل استفاده می‌شود. این شاخص برای مدل رگرسیونی مورد استفاده در این پژوهش، ۲۵۳۸/۰۹۲ و بسیار بیشتر از ۵ بوده است که نشان از معناداری کل مدل مورد استفاده و مناسب بودن آن دارد. همچنین، برای بررسی فرضیه‌های پژوهش، از آماره Z و مقدار معناداری مربوط به این آماره استفاده شده است. نتایج به دست آمده گویای آن است که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، بین متغیرهای مستقل عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی با نسبت پرداخت سود سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی وجود دارد و متغیر مستقل عمر واحد تجاری و متغیر کنترلی رشد سود، هیچ رابطه معناداری با نسبت پرداخت سود سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران ندارند. با توجه به نتایج فوق می‌توان اذعان داشت که فرضیه پنجم این پژوهش، مبنی بر وجود ارتباط معنی‌دار بین عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی با

نسبت پرداخت سود سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، با اطمینان ۹۹ درصد تأیید می‌شود و فرضیه ششم مبنی بر وجود ارتباط معنی‌دار بین عمر واحد تجاری با نسبت پرداخت سود سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رد می‌شود. نتایج آزمون فرضیه‌های (۷) و (۸) این پژوهش، در نگاره (۵) نشان داده شده است:

نگاره ۵. نتایج تحلیل رگرسیون فرضیه‌های (۷) و (۸)

نام متغیر	نماد متغیر	B	S. E.	Z	p- value
عدم تقارن اطلاعاتی	SPREAD <sub>it</sub>	-۸۲۲/۷۸۴	۲۳۰/۹۱۰	-۳/۵۶۳	۰/۰۰۰
وابستگی مالی خارجی	DEP <sub>it</sub>	-۱۳/۰۰۱	۳/۳۶۰	-۳/۸۶۹	۰/۰۰۰
عمر واحد تجاری	AGE <sub>it</sub>	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	۰/۰۲۳۴	۰/۸۰۶
سهامدار نهادی	OPER <sub>it</sub>	۰/۳۸۷	۰/۰۸۱	۴/۷۷۷	۰/۰۰۰
-	OPER <sub>it</sub> * SPREAD <sub>it</sub>	۳/۵۶۰	۳/۱۸۹	۱/۱۱۶	۰/۰۰۹
-	OPER <sub>it</sub> * DEP <sub>it</sub>	۰/۱۲۱	۰/۰۴۵	۲/۶۸۰	۰/۰۰۱
-	OPER <sub>it</sub> * AGE <sub>it</sub>	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۴۲	۰/۸۵۶
نسبت تقسیم سود سال قبل	P- PAYOUT <sub>it</sub>	۰/۱۶۷	۰/۰۲۵	۶/۶۷	۰/۰۰۰
رشد سود	GIT <sub>it</sub>	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۵	-۰/۰۴۳۲	۰/۶۵۴
مقدار ثابت	Constant	۴۸/۹۶۲	۸/۳۴۸	۵/۸۶۰	۰/۰۰۰

آماره والد: ۵۴۶/۳۸۰ معناداری آماره والد: ۰/۰۰۰ Log Likelihood: -۲۶۰۸/۵۸۸

سود سال قبل به صورت مثبت و برای متغیر عدم تقارن اطلاعاتی، وابستگی مالی خارجی و متغیرهای SPREAD<sub>it</sub> \* OPER<sub>it</sub> و DEP<sub>it</sub> \* OPER<sub>it</sub> به صورت منفی با نسبت پرداخت سود سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌دار وجود دارد. قدر مطلق ضریب برآورد شده برای متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی در این فرضیه، از قدر مطلق ضریب برآورد شده در آزمون مربوط به فرضیه پنجم پژوهش (یعنی در شرایطی که متغیر درصد تملک سهامدار نهادی در مدل نهایی گنجانده نشده بود) کوچک‌تر است. با توجه به مطالب مذکور، می‌توان نتیجه گرفت در شرایطی که تملک شرکت بیشتر در دست سهامداران نهادی باشد، عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران

نتایج حاصل از برآورد معادله رگرسیون توییت، با استفاده از روش داده‌های تابلویی - اثرهای تصادفی و با استفاده از نرم افزار Stata در نگاره (۵) نشان داده شده است. مقدار آماره والد برابر با ۵۴۶/۳۸۰ و معنی‌داری آن ۰/۰۰۰ است.

بنابراین، فرض عدم معناداری مدل قابل پذیرش نیست و مدل معنادار و قابل اعتماد است. مقدار به دست آمده برای شاخص Log Likelihood، -۲۶۰۸/۵۸۸ بوده است که چون قدر مطلق این رقم بیشتر از ۵ است، بنابراین، معناداری کل مدل رگرسیون مورد بررسی تأیید می‌شود. نتایج به دست آمده از آزمون مدل رگرسیون توییت برای بررسی فرضیه‌های پژوهش در نگاره (۵) گویای آن است که بین متغیرهای درصد مالکیت نهادی و سیاست تقسیم



بوده است. نتایج آزمون این فرضیه‌ها در پژوهش حاضر، گویای آن است که هیچ رابطه معنی‌داری بین چرخه عمر شرکت با احتمال پرداخت سود سهام و درصد پرداخت آن وجود ندارد.

در پژوهش دنیس و آسوبو [۱۲] و آنجلو و همکاران [۱۱]، این متغیر، مهم‌ترین عامل در ارزیابی شناسایی می‌شود؛ اما به نظر می‌رسد در ایران قدمت شرکت‌ها، سیاست‌های تقسیم سود آن‌ها را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد. نتایج به دست آمده برای فرضیه‌های فوق در این پژوهش، با نتایج پژوهش ایزدی‌نیا و همکاران [۲] نیز مطابقت دارد؛ ولی با نتایج پژوهش منوس و همکاران [۲۵]، آنجلو [۱۱] و دنیس و آسوبو [۱۲] سازگار نیست.

نتایج حاکی از آن است که مالکیت نهادی رابطه مستقیم و معناداری با احتمال پرداخت و نسبت پرداخت سود سهام دارد. این موضوع بدین معنی است که سهامداران نهادی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، علاقه خاصی به انباشت سود در شرکت ندارند و بیشتر دنبال سود نقدی هستند. شاید این موضوع از آنجا ناشی می‌شود که شرکت‌های نهادی ایرانی (برای مثال، صندوق بازنشستگی) افق زمانی بلند مدت نداشته، تقسیمات نقدی سود را دنبال می‌کنند. این یافته‌ها، با نتایج حاصل از پژوهش‌های جیو و نای [۱۸] مطابقت دارد و با نتایج حاصل از پژوهش‌های کومار [۲۲] و کوکی و گیزانی [۲۱] در تناقض است. نتایج همچنین گویای آن است که در شرکت‌هایی که درصد بالایی از مالکیت آن‌ها در دست سهامداران نهادی قرار دارد، احتمال پرداخت سود سهام کمتر تحت تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی قرار می‌گیرد.

داخلی و خارجی شرکت پایین‌تر است. در نتیجه، اثر عدم تقارن اطلاعات مالی و وابستگی مالی خارجی بر نسبت پرداخت سود سهام، کمتر می‌شود و بنابراین، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، فرضیه (۷) و (۸) این پژوهش رد نمی‌شوند.

## نتیجه‌گیری

به طور کلی، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، با عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی رابطه منفی دارد.

این مطلب نمایانگر این موضوع است که هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی بالا می‌رود، شرکت‌ها سود پرداختی خود را به علت هزینه بالای تأمین مالی خارجی در مقایسه با تأمین مالی داخلی کاهش می‌دهند؛ یعنی شرکت‌ها در شرایط وابستگی مالی خارجی، تأمین مالی داخلی را به تأمین مالی از خارج ترجیح می‌دهند. درباره رابطه منفی به دست آمده، همچنین می‌توان گفت که سیاست تقسیم سود سهام می‌تواند سازوکاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی بین مدیران با سهامداران و اعتباردهندگان باشد. نتایج این فرضیه در مورد رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست‌های تقسیم سود سهام، مطابق با تئوری سلسله مراتبی و سازگار با نتایج پژوهش‌های منوس و همکاران [۲۵] و لی و ژاو [۲۳] بوده است. همچنین، نتایج این فرضیه در مورد رابطه وابستگی مالی خارجی و سیاست‌های تقسیم سود، مطابق با تئوری‌های سلسله مراتبی، علامت‌دهی، توازن ایستا و تئوری نمایندگی و سازگار با نتایج پژوهش‌های منوس و همکاران [۲۵] و بیگلی [۶]

## پیشنهاد‌های کاربردی

با توجه به رابطه جایگزینی بین نسبت پرداخت سود سهام و وابستگی مالی خارجی و از آنجا که ممکن است همسویی منافع میان سهامداران و مدیران شرکت‌ها در تضاد با منافع وام‌دهندگان آن‌ها باشد، اعتباردهندگان بهتر است در قراردادهای اعطای تسهیلات مالی خود، سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را محدود به رعایت شرایطی (در جهت حفظ منافع خود) در هنگام پرداخت سود تقسیمی نمایند.

براساس یافته‌های این پژوهش که بیانگر وجود رابطه مستقیم بین درصد مالکیت نهادی و سیاست‌های تقسیم سود و رابطه جایگزینی بین عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی با سیاست‌های تقسیم سود است، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذارانی که به دنبال اهداف کوتاه مدت و سیاست‌های تقسیم سود بیشتری هستند، در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که درصد مالکیت نهادی بالاتر و عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی کمتری دارند.

با توجه به این‌که بر اساس یافته‌های پژوهش، حضور سهامداران نهادی در شرکت‌ها موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی و تأثیرگذاری آن‌ها بر سیاست‌های شرکت می‌شود و تضاد نمایندگی میان مدیران، سهامداران و اعتباردهندگان را کاهش می‌دهد، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود به حضور مالکان نهادی توجه بیشتری داشته باشند. در همین راستا، پیشنهاد می‌شود طی فرآیند اطلاعات دقیق این سهامداران (شامل زنجیره‌های مالکیت بین این سهامداران) در اختیار استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی قرار گیرد.

همچنین، می‌توان قوانینی را برای حمایت از سهامداران نهادی در جهت حضور فعالانه و افزایش سهم مالکانه آنان در بازار سرمایه تدوین کرد.

## محدودیت‌های پژوهش

به دلیل الزامات قانون تجارت، تعداد مشاهداتی که سود تقسیم نکرده‌اند، تنها ۲۹ سال - شرکت بوده است و این امر می‌تواند نتیجه آزمون فرضیه‌ها با استفاده از مدل لاجیت را تحت تأثیر قرار دهد.

محدودیت دیگر پژوهش حاضر، عدم امکان دسترسی به اطلاعات دقیق در مورد مالکیت شرکت‌هاست. یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی، دربرگیرنده ترکیب سهامداران و شرکت‌هاست که این اطلاعات معمولاً به شکلی هماهنگ ارائه نمی‌شوند. گروه سایر سهامداران، عنوانی کلی است که ارائه می‌شود و در این میان، امکان تفکیک سهامداران نهادی از سایر اشخاص حقیقی و حقوقی وجود ندارد. در صورت دستیابی به اطلاعات دقیق‌تر، امکان داشت نتایج دیگری به دست آید.

## منابع

- ۱- اعتمادی، حسین و پری چالاک. (۱۳۸۴). "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، ش ۳۹، صص ۴۷-۳۲.
- ۲- ایزدی‌نیا، ناصر و نسرین علی‌نقیان. (۱۳۹۰). "شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به‌کارگیری مدل لاجیت". پژوهش‌های حسابداری مالی. سال سوم، ش ۱ (۷)، صص ۳۸-۲۱.

- ۱۲- Denis, D. J, & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, Vol 89, Pp 62° 82.
- ۱۳- Deshmukh, S. (2005). The effect of asymmetric information on dividend policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol 44, Pp 107° 127.
- ۱۴- Dongmei, L. (2006). "Financial Constraints, R & D Investment, and Stock Returns: Theory and Evidence". working Paper. The Wharton School, University of Pennsylvania.
- ۱۵- Feldstein, Martin S. and Jerry Green. (1983). Why Do Companies Pay Dividends? *The American Economic Review*. Vol 73, Pp 17-30.
- ۱۶- Ferris, S. P, Jayaraman, N, & Sabherwal, S. (2009). Clustering effects in corporate dividend policy: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, Vol 33, Pp 1730° 1738.
- ۱۷- Ferreira. M. A. Vilela. A. (2004). why do firms hold cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*. Vol 10 (2), Pp 295-319
- ۱۸- Guo, W, and Ni, J. (2008). Institutional Ownership and Firm s Dividend Policy. *Corporate Ownership & Control*. Vol 5, No 2, Pp 128-136.
- ۱۹- Harda, Kimie and Pascal Nguen. (2006). Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- ۲۰- Justyna Franc-Da browska. (2009). Does Dividend Policy Follow the Capital Structure Theory? *Managing Global Transitions*. Vol 7, No 4.
- ۲۱- Kouki, Mondher and Guizani, Moncef. (2009). Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. Warsaw School of Economics, *World Economy Research Institute*, Al. Niepodlegosci, Vol 162, Pp 2-23.
- ۲۲- Kumar, J. (2003). Does Ownership Structure Influence Firm value? Evidence form India. Working paper. [Online]. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- ۲۳- Li, K. and Zhao, X. (2008), Asymmetric information and dividend policy. *Financial Management*, Vol 37, No 4, Pp 673-694.
- ۳- ستایش، محمدحسین و مصطفی کاظم‌نژاد. (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، ش ۱، صص ۵۹-۲۱.
- ۴- کرمی، غلامرضا؛ مهرانی، ساسان و هدی اسکندر. (۱۳۸۹). "بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت‌دهی در سیاست‌های تقسیم سود: نقش سرمایه‌گذاران نهادی"، پیشرفت‌های حسابداری، ش ۲۰۷، صص ۶۷-۵۳.
- ۵- نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر. (۱۳۸۴). "بررسی رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۲، صص ۱۲۴-۹۷.
- 6- Begley, J. (1994). "Restrictive covenants included in public debt agreements: an empirical investigation". working paper, University of British Columbia
- 7- Bhattacharyya, N. (2007). Dividend Policy: A Review. *Managerial Finance*, Vol 33, No 1, pp 4-13.
- 8- Bichara, L. (2008). Institutional Ownership and Dividend Policy: A Framework based on tax clientele, information signals and Agency costs. Ph. D Dissertation. University of North Texas
- 9- Chay, J. B, and Jungwon Suh. (2009). Payout Policy and Cash-flow Uncertainty. *Journal of Financial Economics*, Vol 93, Pp 88° 107.
- 10- Cheng, L. T. W, Davidson, W. N. & Leung, T. Y, (2011). Insider trading returns and dividend signals. *International Review of Economics and Finance*, Vol 20, Pp 421° 429.
- 11- De. Angelo, H, DeAngelo, L, and R. M. Stulz. (2006). Dividend Policy and the Earned/ Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81, Pp 227° 254.

- 26- Ronny Manos, Victor Murinde, Christopher J. Green. (2012); Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms . *International Review of Economics and Finance*, Vol 21, Pp 42° 56.
- 27- Stouraitis, A, and Wu, L. (2004). *The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem*". Working paper. [Online]. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 24- Mancinelli, L, and Ozkan, A. (2006). Ownership structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms . *The European journal of Finance*. Vol 12, No 3, Pp 265-282.
- 25- Marchica- Teresa. M. (2007). cash holding policy and ability to invest: how to firms determine their capital expenditures? [www.mbs.ac.uk](http://www.mbs.ac.uk).



## **Main Dividend Theories Test Stressing the Role of Institutional Shareholders in Tehran Stock Exchange**

**\* H. Etemadi**

Associate Professor in Accounting, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran

**A. A. Anvary Rostamy**

Professor in Accounting, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran

**V. Ahmadian**

Phd Condidate of Accounting, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran

### **Abstract**

The purpose of this study is to test the main theories of dividend policy by relying on the relationship between dividend policy information asymmetry variables, external financial dependence and life cycle of the company. Second aim of this study is to examine the influence of institutional shareholders on this relationship. The research sample consists of 91 companies listed in Tehran Stock Exchange during the period 2005 to 2012. To test the hypotheses, Tobit and logit regression models are used. Overall, the results are consistent with the hierarchical, signaling, static balance and agency theories, and there is a negative association between dividend policy and external financing. The findings suggest that the dividend policy of firms with high institutional ownership compared to firms with low institutional ownership, are less sensitive to information asymmetry and depend on external financing. The results also reject the life cycle theory in Tehran Stock Exchange, stating that there is no significant relationship between dividend policy and corporate life.

**Keywords:** Dividend policy, Dividend Theories, Theories of Capital Structure, Information Asymmetries, External Financial Dependence.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی