

## بررسی تاثیر نوع بزرگترین سهامدار بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسین اعتمادی<sup>۱</sup> و وحید احمدیان<sup>۲\*</sup>

۱- دانشیار دانشگاه تربیت مدرس  
etdmadih@modares.ac.ir  
۲- کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تربیت مدرس  
Vahid.ahmadian@modares.ac.ir

### چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر نوع بزرگترین سهامدار (داخلی، مالی، دولتی و هلدینگ) بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین، تفاوت اثرگذاری هر یک از سهامداران بزرگ مذکور بر سیاست تقسیم سود این شرکت‌هاست. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، نمونه‌ای مشتمل بر ۸۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ مطالعه شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌هایی که بزرگترین سهامدار آنها داخلی و یا دولتی است، به صورت مثبتی متأثر از میزان مالکیت آنهاست، در حالی که در شرکت‌هایی که بزرگترین سهامدار آنها مالی و یا هلدینگ است، سود تقسیمی از نوع مالکیت تأثیر نمی‌پذیرد. یافته‌ها همچنین حاکی از آن است که در رابطه با گونه‌های مختلف بزرگترین سهامدار، سهامداران داخلی سیاست تقسیم سود پایین‌تری را اتخاذ می‌کنند و سود انباشته را بر سیاست تقسیم سود بیشتر ترجیح می‌دهند.

**واژه‌های کلیدی:** سیاست تقسیم سود، بزرگترین سهامدار، سهامدار داخلی، سهامدار مالی، سهامدار دولتی، سهامدار هلدینگ

**مقدمه**

دهند [۲۰]. بنابراین، به نظر می‌رسد برای درک بهتر تصمیمات مربوط به سیاست‌های تقسیم سود، تجزیه و تحلیل روابط موجود بین سهامداران بزرگ و سیاست تقسیم سود در شرکت‌ها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

این پژوهش در صدد است تا اثر متغیر جدیدی با عنوان گونه بزرگترین سهامدار شرکت‌ها (داخلی، مالی، دولتی و هلدینگ) را بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کند؛ ضمن آنکه تفاوت اثرگذاری هر یک از انواع سهامداران بزرگ ذکر شده بر سیاست تقسیم سود نیز مد نظر قرار گرفته است. از این رو، نتایج حاصل از آن می‌تواند راهگشای تصمیم‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران بوده و آنها را در نظر گرفتن این متغیرها، ارزیابی بهتری از اطلاعات حسابداری منتشره از سوی شرکت‌ها داشته باشد.

**بیان مساله**

حصول این نتیجه که شرکت‌ها تقسیم سود هدف خود را تنظیم می‌کنند و بر تغییرات تقسیم سود در پاسخ به تغییرات در سودآوری تمرکز می‌کنند، سابقه-ای طولانی دارد و به زمان ارائه اثر لینتر در سال ۱۹۵۶ برمی‌گردد. تقسیم سود هدف، با فرض معین بودن ترجیحات سرمایه‌گذار، تابعی از رشد شرکت و سودآوری آتی آن است. اما چه کسی سیاست‌های تقسیم سود را تنظیم می‌کند؟ متون علمی، جواب این سؤال را «هیأت مدیره شرکت» می‌دانند [۲۲]. اما زمانی که مالکیت و کنترل از یکدیگر مجزا هستند، چه کسی نمایندگی این کار را دارد؟ سرمایه‌گذاران کوچک ممکن است توانایی نظارت بر کار هیأت مدیره را نداشته باشند و در مقابل، این سهامداران بزرگ هستند که به صورت بالقوه از کنترل خود برای نظارت بر

مالکیت و کنترل شرکت‌های سهامی بین دو گروه سهامداران و مدیران تقسیم می‌شود. سهامداران، مالک واحد تجاری هستند و مدیران، واحد تجاری را کنترل می‌کنند. این وضعیت از آنجا ناشی می‌شود که ممکن است مالکان واحد تجاری، هزاران و یا حتی صدها هزار سهامدار بوده و قادر به اتخاذ تصمیمات روزانه مورد نیاز برای اداره یک واحد تجاری نباشند. واحد تجاری برای انجام این کار، مدیران را استخدام می‌کند. بسیاری از سهامداران تمایلی به مشارکت در فعالیت‌های مربوط به کسب و کار واحد تجاری ندارند. به این سهامداران به دیده سرمایه‌گذار (نه مالک) نگریسته می‌شود. مالکان به عملکرد واحد تجاری و سرمایه‌گذاران به ریسک و بازده پرتفوی سهامشان توجه دارند [۲۰]. اگر چه تنوع‌سازی، ریسک سرمایه‌گذار را کاهش می‌دهد، اما مالکیت در شرکت‌های زیاد نیز مشارکت و نفوذ در آن شرکت‌ها را پایین می‌آورد. بنابراین، سهامداران جزء، به صورت سرمایه‌گذارانی منفعل در شرکت‌ها هستند و تصمیمات و سیاست‌های شرکت‌ها توسط سهامداران بزرگ (مالکان) تعیین می‌شود. مشکلی که در ارتباط با تفکیک مالکیت از کنترل و حضور سهامداران بزرگ در شرکت‌ها پیش می‌آید، وجود تضاد نمایندگی است که می‌تواند بین مدیران و سهامداران شرکت و یا بین سهامداران بزرگ و سهامداران کوچک شرکت اتفاق بیفتد. سیاست تقسیم سود در شرکت‌ها می‌تواند به تشدید و یا کاهش این مساله منجر شود. سهامداران بزرگ می‌توانند با اعمال فشار بر شرکت، سیاست تقسیم سودی را اتخاذ کنند که در آن، مصارف خصوصی مدیریت شرکت را کاهش و یا منافع شخصی خودشان را با هزینه سهامداران اقلیت افزایش

تصمیمات شرکت استفاده می‌کنند [۲۴].

در حالی که پژوهش‌های فراوانی در خصوص ساختار مالکیت انجام شده، اما به نقش سهامداران بزرگ مخصوصاً بزرگترین سهامدار توجه زیادی نشده است؛ بخصوص اینکه هویت بزرگترین سهامدار، می‌تواند بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت مؤثر باشد [۱۴]. ترونک و هنی [۲۵] پژوهش جامعی را در نمونه-ای متشکل از ۸۲۷۹ شرکت از ۳۷ کشور انجام دادند و به بررسی رابطه بین نوع بزرگترین سهامدار (داخلی، مؤسسه مالی و دولت) و سیاست تقسیم سود جهان پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند شرکت‌هایی که بزرگترین سهامدار آنها، داخلی و یا یک مؤسسه مالی باشد، تمایل به پرداخت سود کمتری دارند.

حال مسأله‌ای که مطرح است، این است که بزرگترین سهامدار در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، بسته به اینکه سهامدار داخلی (اشخاص حقیقی و درون سازمانی)، مالی، دولتی و یا هلدینگ (شرکت-هایی که برای تأمین زنجیره ارزش خود در شرکت‌های دیگر سرمایه‌گذاری می‌کنند) باشد، چه تأثیری بر سیاست‌های تقسیم سود دارد. برای رسیدن به جواب این سؤال، پس از بررسی مبانی نظری پژوهش، ابتدا چهار فرضیه مجزا طراحی و در این فرضیه‌ها رابطه مالکیت هر یک از سهامداران داخلی، مؤسسات مالی، سازمان‌های دولتی و شرکت‌های هلدینگ با سیاست تقسیم سود بررسی می‌شود. سپس یک فرضیه در رابطه با معنی دار بودن اثرهای تفاوت بین نوع مالکیت عمده، بر سیاست تقسیم سود، برای رسیدن به جواب مسأله پژوهش مطرح شده است.

## ادبیات و مبانی نظری پژوهش

میلر و مودیگیلیانی (۱۹۶۱)، نخستین کسانی بودند

که نظریه اثر تقسیم سود بر ارزش شرکت را به چالش کشیدند و به این نتیجه رسیدند که با در نظر گرفتن مفروضات بازار کامل، هر ترکیبی از تقسیم سود و سود انباشته، ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار نخواهد داد. سپس چندین تئوری در رابطه با سیاست‌های تقسیم سود ارائه شد که در این میان، مدل‌های نمایندگی، فرضیات میلر و مودیگیلیانی درباره استقلال سیاست‌های تقسیم سود، ارزش شرکت را کمرنگ کردند؛ بدین صورت که پرداخت کردن منابع موجود به سهامداران شرکت (در قالب تقسیم سود)، وجوه نقد آزاد در دست مدیران را برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که سودآور نیستند، کاهش می‌دهد و از این طریق مسأله تضاد نمایندگی را تا حدودی برطرف می‌کند [۸].

همچنین، هزینه‌های نمایندگی بر سیاست‌های تقسیم سود تأثیر می‌گذارند. وقتی مالکیت و کنترل از هم جدا باشند، تصمیمات مدیران الزاماً در راستای افزایش ثروت سهامداران نخواهد بود. اگر مالکیت پراکنده باشد، مدیر ممکن است در اداره شرکت تسلط کامل داشته باشد. در مقابل، تمرکز مالکیت ممکن است چنین توانی را به سهامداران بزرگ بدهد [۱۰]. سهامداران بزرگ، طبیعتاً بیشتر سهام شرکت را در اختیار قرار دارند و در نتیجه، تأثیر فراوانی در تصمیم‌گیری‌های شرکت و از جمله تصمیمات مربوط به تقسیم سود خواهند داشت [۱۰، ۲۲]. سیاست تقسیم سود یکی از مواردی است که سهامداران بزرگ می‌توانند بر آن اثرگذار باشند. باید توجه داشت، تمرکز مالکیت در شرکت‌های مختلف، متفاوت بوده و در نتیجه، ترجیحات برای تقسیم سود بر اساس نوع سرمایه‌گذاران نیز متفاوت است [۲۵] و در این میان، مدیریت شرکت، سیاست تقسیم سودی را اتخاذ می‌کند که سهامداران بزرگ را به نگهداری سهامشان در شرکت

باشند؛ برای مثال، سهامداران بزرگ داخلی ممکن است سود انباشته را بر تقسیم سود، به منظور استخراج بهره مالکانه ترجیح دهند [۱۳]. در مقابل، مؤسسات مالی بنا به دلایل مالیاتی [۶] و یا با هدف توانایی ماندگاری [۷] سود بیشتری را تقسیم می‌کنند. همچنین میزان کنترل و مسائل نمایندگی بر تصمیمات تقسیم سود بزرگترین سهامدار، تاثیر می‌گذارند [۲۵]. برای مالکان بزرگی که از اطلاعات داخلی و دانش خاص مدیران بی بهره هستند (هزینه‌های نمایندگی بالا) تصمیم به پرداخت سود می‌تواند به عنوان سیاستی برای کاهش وجوه نقد آزاد در دست مدیران استفاده شود. از آنجا که سهامداران بزرگ خارجی، بیشترین هزینه‌های نظارت را متقبل می‌شوند، انگیزه‌های بیشتری برای ملزم کردن مدیران به پرداخت سود بالاتر به منظور کاهش هزینه‌های نظارتشان دارند. در نتیجه باید رابطه مثبتی بین میزان مالکیت سهامداران بزرگ خارجی و پرداخت سود وجود داشته باشد [۱۵]. این در حالی است که از مالکان داخلی به سهامداران عضو تیم مدیریتی یاد می‌شود که مایلند سود سهام تقسیم نشود تا بدین طریق کنترل خود را بر وجوه نقد قابل توزیع، حفظ کنند [۲۰].

دلایل مالیاتی نیز می‌تواند بر انگیزه‌های تقسیم سود گروه‌های مختلف سرمایه‌گذار تاثیر داشته باشد. سود تقسیمی و سودهای سرمایه‌ای در میان انواع مختلف سرمایه‌گذاران، به صورت‌های متفاوتی مالیات‌بندی می‌شوند. فرضیات مبتنی بر مالیات - مشتری، مطرح می‌کنند که سرمایه‌گذاران متفاوت، سیاست‌های تقسیم سود متفاوتی را می‌پسندند و ممکن است به شرکت‌هایی ملحق شوند که سیاست تقسیم سود متناسب با شرایط مالیاتی آنها را داشته باشد؛ برای مثال، سرمایه‌گذاران شرکتی، که تقسیم سود آنها با نرخ

ترغیب کند [۱۳]. سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ممکن است متأثر از میزان مالکیت بزرگترین سهامدار شرکت نیز باشد [۲۰]. این سؤال که آیا این رابطه یک رابطه خطی است یا خیر، به توانایی بزرگترین سهامدار برای سلب مالکیت از سهامداران اقلیت و قدرت نظارت بر مدیریت شرکت، بستگی دارد. به طور کلی، دو دیدگاه در زمینه تأثیر میزان مالکیت بزرگترین سهامدار بر سیاست تقسیم سود وجود دارد: در دیدگاه اول چنین استدلال می‌شود که در سطوح پایین کنترل، بزرگترین سهامداران، احتمالاً بر حمایت از ارزش سرمایه‌گذاری شان از طریق سطوح بالاتر نظارت، تمرکز می‌کنند. در شرایط نظارت فعال‌تر، نیاز به استفاده از تقسیم سود به عنوان یک روش نظارتی، اهمیت کمتری می‌یابد و بنابراین، تقسیم سود ممکن است با افزایش در درصد مالکیت بزرگترین سهامدار (حداقل در ابتدا) کاهش یابد. در مقابل، در دیدگاه دوم چنین استدلال می‌شود که اگر درصد مالکیت بزرگترین سهامدار افزایش یابد، سهامدار مذکور سرانجام قادر خواهد بود که بر عملیات شرکت تأثیر بگذارد و ثروت سهامداران اقلیت را سلب کند. بنابراین، هرچه میزان کنترل بزرگترین سهامدار افزایش بیشتری می‌یابد، سطح تقسیم سود نیز احتمالاً افزایش می‌یابد و چنین حالتی، وجود یک رابطه محذب میان بزرگترین سهامدار و سیاست تقسیم سود را نشان می‌دهد [۲۵].

تصمیم به پرداخت تقسیم سود به هویت بزرگترین سهامدار نیز مربوط می‌شود. هویت بزرگترین سهامدار، بسته به اینکه سهامدار داخلی، دولت و یا یک مؤسسه مالی باشد، حائز اهمیت است [۱۴]. بعضی از سهامداران بزرگ ممکن است اثرگذاری بیشتر و متفاوتی نسبت به سهامداران بزرگ دیگر بر عملکرد و سیاست‌های شرکت (و از جمله سیاست‌های تقسیم سود) داشته

سهامدار نیز مرتبط می‌شود و شرکت‌ها زمانی که بزرگترین سهامدار آنها یک مؤسسه مالی و یا داخلی باشد، تمایل بیشتری به پرداخت تقسیم سود دارند.

عبدالسلام و همکاران [۴] به بررسی تأثیر ترکیب هیأت مدیره و ساختار مالکیت بر سیاست‌های تقسیم سود پرداختند. در این راستا، ۵۰ شرکت مصری در دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۵ بررسی شدند. نتایج پژوهش مؤید این است که شرکت‌های با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و مالکیت نهادی بیشتر، سود بیشتری تقسیم می‌کنند. به علاوه، رابطه معناداری بین ترکیب هیأت مدیره و سیاست تقسیم سود وجود ندارد.

چن و همکاران [۸] نشان دادند که رابطه منفی معنی داری بین مالکیت داخلی و سود سهام پرداختی وجود دارد. این بدان معناست که مالکان داخلی، تمایل به حفظ وجوه نقد در شرکت به جای توزیع آن به شکل سود سهام بین سهامداران دارند.

کوکی و گیزانی [۱۹] به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های تونسوی پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های با مالکیت متمرکزتر، سود بیشتری توزیع می‌کنند؛ رابطه منفی و معناداری بین مالکیت نهادی و سطح سود تقسیمی توزیع شده وجود دارد و رابطه بین سیاست تقسیم سود و مالکیت دولتی، مثبت است.

لی [۱۸] در پژوهشی به بررسی تأثیر سهامداران اقلیت یا غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های استرالیایی پرداخت. نمونه این پژوهش شامل ۶۳ شرکت استرالیایی در دوره زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۸ بوده است. در این مطالعه برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. نتایج این پژوهش بیانگر این مطلب بود که یک رابطه مثبت و معنادار بین درصد مالکیت سهامداران اقلیت و

پایین‌تری از سود سرمایه‌ای مالیات‌بندی می‌شود، ممکن است نسبت پرداخت سود بالاتر را ترجیح دهند. از سویی دیگر، سرمایه‌گذاران خصوصی که تقسیم سود آنها بالاتر از سود سرمایه‌ای مالیات‌بندی می‌شود، نسبت تقسیم سود پایین‌تر را ترجیح می‌دهند. همچنین، اندازه شرکت (از مجرای قابلیت مشاهده اعمال مدیر، توسط بزرگترین سهامدار) می‌تواند بر تصمیمات تقسیم سود بزرگترین سهامدار اثرگذار باشد.

### پیشینه پژوهش

### پیشینه خارجی

فارینها [۱۲] شواهد بین‌المللی جدیدی از ارتباط میان سیاست تقسیم سود و مالکیت داخلی با استفاده از تجزیه و تحلیل نمونه‌ای از شرکت‌های واقع در کشورهای دارای حقوق عرفی (آنگلوساکسون) و شرکت‌های موجود در کشورهای دارای حقوق مدنی، ارائه داده است. نتایج به دست آمده از مدل تجربی آنها نشان می‌دهد، رابطه میان سیاست تقسیم سود و مالکیت داخلی در دو محیط قانونی مختلف (قانون عرفی و قانون مدنی) به صورت قابل ملاحظه‌ای با یکدیگر متفاوتند؛ اگرچه در هر دو مورد این رابطه غیر خطی است. نتایج آنها همچنین نشان می‌دهد که یک رابطه منفی میان مالکیت داخلی و تقسیم سود، در سطوح مالکیتی زیر ۳۶٪ و بالای ۹۵٪ وجود دارد.

تروننگ و هنی [۲۵] از داده‌های سطح مقطعی در ۸۲۷۹ شرکت بزرگ از ۳۷ کشور در سراسر دنیا استفاده کردند و به وجود یک رابطه غیر خطی بین بزرگترین سهامدار و تقسیم سود پی بردند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن بود که درصد مالکیت بزرگترین سهامدار در سطوح پایین، یک رابطه منفی با پرداخت سود سهام دارد. نتایج آنان همچنین نشان داد که تصمیم به پرداخت سود به هویت بزرگترین

سیاست تقسیم سود وجود دارد.

منوس و همکاران [۲۳] به بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های هندی پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در مقایسه با شرکت‌های مستقل، درصد توزیع سود در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری کمتر است. همچنین شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع، سود بیشتری در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌های تجاری می‌پردازند.

گوا (۲۰۱۳) در مقاله‌ای با عنوان «آخرین سهامدار کنترلی و سیاست‌های تقسیم سود در بازار بورس چین»، تأثیر سطح کنترل و نوع بزرگترین سهامدار چینی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های چینی بررسی کرد. نتایج پژوهش وی حاکی از آن است که سطح بالای حق کنترل بزرگترین سهامدار، یک رابطه مثبت با هر دو متغیر احتمال پرداخت سود و نسبت پرداخت سود سهام دارد. همچنین، انواع مختلف سهامداران کنترل کننده، تأثیرات متفاوتی بر روی سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های تحت کنترل دارند.

شرکت بوده و مؤید ثنوری علامت‌دهی است.

ستایش و کاظم نژاد [۱] در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ پرداختند. نتایج رگرسیون چندگانه نشان می‌دهد که مالکیت شرکتی و استقلال هیأت مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور 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.

فروغی و همکاران [۲] در بررسی تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند، درصد مالکیت سهامدار مدیریتی بر سیاست‌های تقسیم سود تأثیرگذار است؛ اما بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود ندارد.

### فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش با توجه به مبانی نظری ارائه شده در ارتباط با تأثیر گونه بزرگترین سهامداران بر سیاست تقسیم سود، پنج فرضیه به شرح زیر طراحی شده است: فرضیه ۱. در صورتی که بزرگترین سهامدار، داخلی باشد، رابطه معنی داری بین بزرگترین سهامدار و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

فرضیه ۲. در صورتی که بزرگترین سهامدار، مؤسسات مالی باشند، رابطه معنی داری بین بزرگترین سهامدار و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

فرضیه ۳. در صورتی که بزرگترین سهامدار،

### پیشینه داخلی

مهرانی و همکاران [۳] با در نظر گرفتن ثنوری‌های 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 (مدل کاملاً تعدیل شده و نیمه تعدیل شده و مدل واد) استفاده شد. به طور کلی، نتایج پژوهش بیانگر وجود یک رابطه منفی، بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و سود سهام پرداختی از سوی

یک از آنها توضیح داده می‌شود.

#### سهامدار داخلی (Large-INSID)

بزرگ‌ترین سهامدار شرکت که مستقیم و یا غیر مستقیم مالک حداقل ۵٪ از کل سهام دارای حق رای شرکت و دارای رابطه نزدیکی با شرکت باشد، مانند: کارکنان شرکت، مدیران، مدیرعامل یا اشخاص حقیقی. این متغیر در پژوهش‌های فارینها [۱۲] و هاردا و نیگوئن [۱۷] نیز با همین تعریف به کار رفته است.

#### سهامدار مالی (Large-FIN)

بزرگ‌ترین سهامدار شرکت که مستقیم و یا غیر مستقیم مالک حداقل ۵٪ از کل سهام دارای حق رای شرکت باشد و یک موسسه مالی باشد، شامل: بانک‌ها، شرکت‌های مالی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی و مشابه اینها. این متغیر در پژوهش تروننگ و هنی [۲۵] نیز با همین تعریف به کار رفته است.

#### سهامدار دولتی (Large-state)

بزرگ‌ترین سهامدار شرکت که مستقیم و یا غیر مستقیم مالک حداقل ۵٪ از کل سهام دارای حق رای شرکت و دربرگیرنده بنگاه‌ها و سازمان‌های دولتی و ارکان حکومتی که مالی نیستند، باشد. این متغیر در پژوهش‌های کوگی و گیزانی [۱۹] و هاردا و نیگوئن [۱۷] نیز با همین تعریف به کار رفته است.

#### سهامدار هلدینگ (Large-Hold)

این طبقه شامل شرکت‌هایی است که برای اعمال مدیریت بر شرکت‌های تامین‌کننده زنجیره ارزش خود در آن شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند و در دسته سهامداران مالی و دولتی قرار نمی‌گیرند و به صورت

مؤسسات دولتی باشند، رابطه معنی‌داری بین بزرگ‌ترین سهامدار و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

فرضیه ۴. در صورتی که بزرگ‌ترین سهامدار شرکت‌های هلدینگ باشند، رابطه معنی‌داری بین بزرگ‌ترین سهامدار و سیاست تقسیم سود وجود دارد. فرضیه ۵. میان اثرگذاری هریک از انواع سهامداران پیش‌گفته بر سیاست تقسیم سود، تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

#### متغیرهای پژوهش

##### متغیر وابسته

متغیر وابسته این پژوهش، سیاست‌های تقسیم سود است که با استفاده از نسبت پرداخت سود نقدی اندازه‌گیری می‌شود. به طور کلی، رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم، نشان‌دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است. به علاوه، از بین تمام شاخص‌های موجود سیاست تقسیم سود، نسبت سود تقسیمی به سود، رایج‌ترین شاخص مورد استفاده است (مانسینلی و اوزکان، ۲۰۰۶؛ هارادا و نگوین، ۲۰۰۶؛ منوس و همکاران، ۲۰۱۲). 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 مستقل

متغیرهای مستقل این پژوهش، گونه‌های مختلف بزرگ‌ترین سهامدار شرکت هستند که بر اساس پژوهش تروننگ و هنی [۲۵]، به چهار گروه داخلی، مالی، دولتی و هلدینگ تقسیم بندی می‌شوند. درصد مالکیت هریک از این سهامداران، با مراجعه به یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی و ترکیب مالکیت سهامداران محاسبه شده است. در ادامه، هر

**فرصت های رشد (MKB):** ارزش بازار به ارزش دفتری کل دارایی هاست.

**اهرم مالی (Debt):** از تقسیم کردن جمع بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت به کل دارایی ها به دست می آید.

### روش پژوهش

پژوهش حاضر با توجه به شیوه جمع آوری داده ها، توصیفی از نوع همبستگی و از حیث هدف کاربردی است که بر اساس یک رویکرد پس رویدادی انجام گرفته است. اطلاعات لازم برای انجام پژوهش با استفاده از کتب، نشریات و مقالات داخلی و خارجی جمع آوری گردیده است. همچنین، اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش از نرم افزار ره آورد نوین (موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران)، سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت های مالی سالیانه و سایر منابع اطلاعاتی موجود در سازمان بورس اوراق بهادار تهران به دست آمده است. تحلیل آماری فرضیه ها با استفاده از نرم افزار آماری SPSS انجام شده است.

### جامعه، نمونه آماری و شیوه انتخاب شرکت ها

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ (دوره ۵ ساله) است. از این جامعه، شرکت ها با توجه به شرایط زیر انتخاب شدند:

۱. تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۲. شرکت مورد نظر نباید سال مالی خود را در طی دوره های مورد نظر تغییر داده باشد.

مستقیم و یا غیر مستقیم مالک حداقل ۵٪ از کل سهام دارای حق رای شرکت باشند. این متغیر در پژوهش ترونگ و هنی [۲۵] نیز با همین تعریف به کار رفته است.

### متغیرهای کنترل

زمانی که شرکت ها دارای سود بالا و میزان بدهی کم هستند و همچنین، زمانی که فرصت های سرمایه گذاری پایینی دارند، احتمال بیشتری می رود سودشان را تقسیم کنند. همچنین، در بین شرکت هایی که سودشان را تقسیم می کنند، حجم پرداخت تقسیم سود، همراه با افزایش در سودآوری و کاهش در فرصت های سرمایه گذاری و میزان بدهی، افزایش می یابد [۱۱].

بر اساس مدل لیتنر که سیاست تقسیم سود در شرکت ها، تابعی از سودآوری آنهاست و همچنین، بر مبنای مدل های مبتنی بر تئوری های نمایندگی که سیاست تقسیم سود تحت تاثیر فرصت های رشد و بدهی های شرکت است [۱]؛ در این پژوهش برای کنترل و ردیابی تاثیر متغیرهای سودآوری، فرصت های رشد و اهرم مالی بر متغیر وابسته پژوهش که تقسیم سود است، این متغیرها به عنوان متغیرهای کنترلی انتخاب شده اند. تاثیر این متغیرها بر سیاست تقسیم سود در پاره ای از مطالعات مالی بررسی شده است. برای مثال، فاما و فرنچ [۱۱] نشان دادند که فرصت های رشد تاثیر منفی بر سیاست تقسیم سود دارد. همچنین جنسن و همکاران [۱۷] دریافتند که سودآوری تاثیر مثبت و اهرم مالی همبستگی منفی با پرداخت تقسیم سود دارد. در زیر به تعریف عملیاتی متغیرهای کنترلی به کار رفته اشاره شده است.

**سودآوری (FNI):** بازده کل دارایی ها است که با سود خالص به کل دارایی ها برابر است.



است که به شرح زیر است:

$$Div_t = DivR^{target} \times FNI_t \quad (1)$$

سپس این مدل به صورت زیر بسط داده می‌شود:

$$Div_t = S_0 + S_1 DivR^{target} \times FNI_t + S_4 LargeOwn_t^2 + \epsilon \quad (2)$$

اکنون به تبعیت از فاما و فرنچ [۱۱]، فرض می‌کنیم که  $DivR^{target}$  تابعی از اهرم مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت است:

$$DivR^{target} = f_0 + f_1 Debt_{t-1} + f_2 Mkb_{t-1} \quad (3)$$

با قرار دادن معادله (۳) در معادله (۲) خواهیم داشت:

(۴)

$$Div_t = S_0 + \beta_1 \times FNI_t + \beta_2 (FNI_t \times Debt_{t-1}) + \beta_3 (FNI_t \times Mkb_{t-1}) + S_4 LargeOwn_t^2 + \epsilon$$

از مدل (۴) برای بررسی فرضیه‌های اول تا چهارم استفاده خواهد شد.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

با توجه به ترکیب داده‌های مقطعی و سری زمانی برای انجام آزمون فرضیه‌های پژوهش، در مجموع، تعداد ۴۲۸ مشاهده آزمون می‌شوند که آماره‌های توصیفی مربوط به آنها طی جدول شماره (۱) ارائه شده است.

۳. شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن معامله شده باشد.

۴. سودده باشد و جزو شرکت‌های تقسیم‌کننده سود باشد.

۵. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ به طور کامل ارائه کرده باشد.

پس از اعمال محدودیت‌های فوق، با به کارگیری روش سیستماتیک، ۸۷ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند.

### روش آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش، بررسی رابطه بین گونه‌های مختلف بزرگ‌ترین سهامدار و سیاست تقسیم سود (فرضیه‌های ۱ تا ۴) با استفاده از مدل رگرسیونی چندگانه انجام می‌شود و برای بررسی وجود اختلاف معنی‌دار پرداخت سود سهام در میان گونه‌های مختلف بزرگ‌ترین سهامدار، ابتدا فرض هم‌واریانسی بین گروه‌ها آزمون می‌شود که برای انجام این آزمون، از روش فیشر استفاده شده است. در صورتی که فرض هم‌واریانسی تأیید شد از روش LSD و در غیر این صورت از روش Tamhanes برای مقایسه میانگین سود تقسیمی پرداختی در بین گروه‌های مختلف استفاده می‌شود. در این پژوهش، از سطح خطای (۱) درصد و (۵) درصد برای بررسی معنی‌دار بودن مدل رگرسیون و متغیرهای پژوهش استفاده می‌شود. تحلیل مدل رگرسیونی برای فرضیه‌های اول تا چهارم به شرح زیر است:

تأثیر بزرگ‌ترین سهامدار بر سیاست تقسیم سود در قالب مدل لینتزر آزمون می‌شود. در این مدل، سودی که شرکت در سال مالی  $t$  تقسیم می‌کند، محصولی از نرخ پرداخت سود هدف و سود خالص در سال مالی  $t$

### جدول شماره (۱): آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

تعداد مشاهده	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
نسبت تقسیم سود مالکیت داخلی	۰/۶۴۳	۰/۶۹	۰/۳۱	۰/۰۰۰	۳/۶۰
نسبت تقسیم سود مالکیت مالی	۰/۷۷۷	۰/۷۹	۰/۸۰	۰/۰۰۰	۷/۵۰
نسبت تقسیم سود مالکیت دولتی	۰/۸۱	۰/۸۰	۰/۴۶	۰/۰۰۰	۳/۱۲
نسبت تقسیم سود مالکیت هلدینگ	۰/۷۶	۰/۷۴	۰/۱۱	۰/۰۰۰	۱/۶۵
سودآوری	۰/۱۶۸	۰/۱۵	۰/۱۱	۰/۰۰۲	۰/۴۲
فرصت های رشد	۱/۶۹	۱/۳۱	۳/۴۶	۰/۷۷	۱۳/۴۱
اهرم مالی	۰/۵۷	۰/۵۷	۰/۱۷	۰/۲۰	۰/۸۰

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

بعد از بررسی پیش فرض های رگرسیون (شامل نرمال بودن توزیع مانده ها، عدم خودهمبستگی، نبود هم خطی، ناهمسانی واریانس ها) و اطمینان از برقراری هر یک از آنها، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها، به شرح جداول شماره (۲) تا (۶) ارائه شده است. فرضیه اول پژوهش بدین صورت مطرح شده بود که در صورتی که بزرگترین سهامدار داخلی باشد، رابطه معنی داری بین بزرگترین سهامدار و سیاست تقسیم سود وجود دارد. نتایج آزمون این فرضیه در جدول شماره (۲) ارائه شده است. همان گونه که مشاهده می شود، ضریب تعیین تعدیل شده در این مدل، حاکی از آن است که حدود ۳۲ درصد از تغییرات در سیاست تقسیم

سود در شرکت هایی که بزرگترین سهامدار آنها داخلی است، توسط متغیرهای مستقل و کنترل استفاده شده در مدل پژوهش توضیح داده می شود. در جدول شماره (۲) متغیر مستقل پژوهش (بزرگترین سهامدار داخلی) در سطح ۹۹ درصد اطمینان، معنی دار است. بنابراین، فرضیه اول این پژوهش، مبنی بر وجود ارتباط معنی دار بین بزرگترین سهامدار داخلی و نسبت سود تقسیمی در بورس اوراق بهادار تهران تأیید می شود. در میان متغیرهای کنترل پژوهش نیز، سودآوری در سطح ۹۹ درصد و متغیر اثر فرصت های رشد در سطح ۹۵ درصد معنی دار است.

### جدول شماره (۲): نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	۰/۲۱۴	۲/۰۱۱	۰/۰۴۲
بزرگترین سهامدار داخلی	۰/۸۹۲	۳/۹۷	۰/۰۰۰
سودآوری شرکت	۳/۳۲۴	۳/۸۶۳	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۱/۵۷۸	-۱/۱۰۸	۰/۲۰۱
فرصت های رشد شرکت	۰/۴۵۱	-۲/۳۵۶	۰/۰۲۹
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۳۲۴	آماره F: ۷/۳۲۶		
آماره دوربین واتسون: ۲/۰۷۷	سطح معنی داری آماره F: ۰/۰۰۰		

این مدل تنها ۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند و تنها متغیر معنی دار، اثر فرصت‌های رشد است. بدین صورت، می‌توان ادعا داشت که فرضیه دوم این پژوهش، مبنی بر وجود ارتباط معنی دار بین بزرگ‌ترین سهامداری که مؤسسه مالی بوده و سود تقسیمی آنها در بورس اوراق بهادار تهران رد می‌شود. میزان آماره دوربین واتسون (۱/۹۴) است که در حد مجاز قرار دارد.

فرضیه دوم پژوهش به این موضوع می‌پردازد که در صورتی که نوع بزرگ‌ترین سهامدار، مؤسسه مالی باشد، رابطه معنی‌داری بین بزرگ‌ترین سهامدار و سیاست تقسیم سود وجود دارد. نتایج آزمون این فرضیه در جدول شماره (۳) ارائه شده است. آماره F و سطح معنی داری آن بیانگر معنی دار بودن مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹ درصد است. با توجه به میزان ضریب تعیین تعدیل شده در این جدول، متغیرهای مستقل و کنترل

**جدول شماره (۳): نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش**

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	۰/۷۸۶	۱۸/۴۲	۰/۰۰۰
بزرگ‌ترین سهامدار مالی	-۰/۱۳۷	-۱/۱۲	۰/۱۲۰
سودآوری شرکت	۰/۱۴۰	۰/۸۶۳	۰/۳۶۸
اهرم مالی	-۱/۴۲۶	-۰/۸۱۶	۰/۴۱۹
فرصت‌های رشد شرکت	۰/۰۶۵	۱/۸۸۴	۰/۰۵۹
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۰۵۴	آماره F: ۲/۸۲۴		
آماره دوربین واتسون: ۱/۹۴	سطح معنی داری آماره F: ۰/۰۰۴		

دار ضرایب هر متغیر و مقایسه آنها با سطح خطای (۱) درصد، معنی دار بودن ضرایب کلیه متغیرهای پژوهش و مدل رگرسیون مورد آزمون، تأیید می‌گردد. با توجه به نتایج فوق، می‌توان ادعا کرد؛ در سطح اطمینان ۹۹ درصد، بین حضور بزرگ‌ترین سهامدار دولتی و سیاست‌های تقسیم سود رابطه مثبت معنی دار وجود دارد. آماره دوربین واتسون نیز، مؤید استقلال باقیمانده الگوست.

نتایج آزمون فرضیه سوم در جدول شماره (۴) ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، ضریب تعیین تعدیل شده در این مدل، حاکی از آن است که حدود ۳۲ درصد از تغییرات در سیاست تقسیم سود در شرکت‌هایی که بزرگ‌ترین سهامدار آنها دولتی است، توسط متغیرهای مستقل و کنترل استفاده شده در مدل پژوهش، توضیح داده می‌شود. با توجه به سطح معنی

**جدول شماره (۴): نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش**

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	۰/۶۸۰	۸/۰۱۸	۰/۰۰۰
بزرگ‌ترین سهامدار دولتی	۰/۲۷۶	۱/۸۹۰	۰/۰۴۴
سودآوری شرکت	۰/۶۸۴	۰/۹۶۷	۰/۱۰۵
اهرم مالی	۰/۳۳۵	۰/۳۶۶	۰/۵۳۴
فرصت‌های رشد شرکت	-۰/۲۲۸	-۲/۱۴۰	۰/۰۳۷
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۰۸۷	آماره F: ۲/۲۶۳		
آماره دوربین واتسون: ۲/۳۲	سطح معنی داری آماره F: ۰/۰۳۹		

آماره دوربین واتسون برابر با  $2/32$  بوده و در حد مجاز قرار دارد. با توجه به  $p$ -value محاسبه شده برای متغیر مستقل پژوهش (بزرگترین سهامدار هلدینگ) که کمتر از ۵ درصد است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. از میان متغیرهای کنترل نیز، تنها معنی داری متغیر اثر فرصت‌های رشد قابل تایید است.

شواهد آماری برای بررسی فرضیه چهارم مبنی بر ارتباط حضور بزرگترین سهامدار هلدینگ و سیاست های تقسیم سود شده در جدول شماره (۵) ارائه شده است. همان‌طور که در جدول (۵) مشاهده می شود، آماره  $F$  برابر با  $2/263$  و سطح معناداری آن، برابر با  $0/04$  است که نشان می دهد در سطح خطای  $1\%$  الگوی رگرسیون خطی از نظر آماری معنادار است؛ همچنین،

### جدول شماره (۵): نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش

متغیر	ضریب متغیر	آماره $t$	سطح معنی داری
مقدار ثابت	۰/۶۰۳	۱۱/۰۱۲	۰/۰۰۰
بزرگترین سهامدار هلدینگ	۰/۶۸۸	۴/۰۰۸	۰/۰۰۰
سودآوری شرکت	-۱/۵۲۰	-۳/۱۴۳	۰/۰۰۳
اهرم مالی	۳/۱۳۳	۴/۶۳۲	۰/۰۰۰
فرصت‌های رشد شرکت	-۰/۰۱۹	-۰/۴۴۵	۰/۵۸۷
ضریب تعیین تعدیل شده: $0/328$	آماره $F$ : $6/334$		
آماره دوربین واتسون: $2/07$	سطح معنی داری آماره $F$ : $0/000$		

روش LSD و در غیر این صورت از روش Tamhanes برای مقایسه میانگین سود تقسیمی پرداختی در بین گروه‌های مختلف استفاده می شود. نتایج حاصل از آزمون فرض هم واریانس بین گروه‌های مختلف از شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد به شرح جدول شماره (۶) است.

از آنجا که فرضیه پنجم به دنبال مقایسه میانگین سود تقسیمی پرداختی در میان شرکت‌های با گونه‌های مختلف بزرگترین سهامدار است، در ابتدا باید فرض هم واریانس بین گروه‌ها را آزمون کرد. برای انجام این آزمون از روش فیشر استفاده شده است که در این روش، فرض صفر به صورت برابری واریانس‌ها تعریف می شود. در صورتی که فرض هم واریانس تأیید شد، از

### جدول شماره (۶): نتایج آزمون فرض هم واریانس

آماره $F$	سطح معنی داری	مقدار احتمالی
۵/۸۸۰	۰/۰۵	۰/۰۰۰

نتایج ارائه شده در جدول شماره (۶)، فرض هم‌وارپانسی بین گروه‌های مختلف شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد را رد می‌کند، بنابراین برای مقایسه میانگین سود تقسیمی پرداختی بین گروه‌های مختلف از روش Tamhanes استفاده می‌شود.

جدول شماره (۷): نتایج حاصل از آزمون Tamhanes

p- value	اختلاف میانگین ها (i-j)	j	i
۰/۰۱۲	-۰/۱۳۱	مالی	داخلی
۰/۰۰۸	-۰/۱۶۲	دولتی	
۰/۰۱۲	-۰/۱۳۳	هلدینگ	
۰/۰۱۲	۰/۱۳۱	داخلی	مالی
۰/۸۷۰	-۰/۰۳۹	دولتی	
۰/۹۹۹	۰/۰۰۰	هلدینگ	
۰/۰۰۸	۰/۱۶۲	داخلی	دولتی
۰/۸۷۰	۰/۰۳۹	مالی	
۰/۹۷۴	۰/۰۲۵	هلدینگ	
۰/۰۱۲	۰/۱۳۳	داخلی	هلدینگ
۰/۹۹۹	۰/۰۰۰	مالی	
۰/۹۷۴	-۰/۰۲۵	دولتی	

سود شرکت‌های دارای بزرگ‌ترین سهامدار داخلی با میانگین تقسیم سود شرکت‌های دارای بزرگ‌ترین سهامدار دولتی، مالی و هلدینگ تفاوت معنی‌داری دارد و با توجه به نتایج حاصل از جدول شماره (۸)، شرکت‌هایی که دارای بزرگ‌ترین سهامدار داخلی هستند، به طور معنی‌داری، سود کمتری نسبت به شرکت‌های دیگر پرداخت می‌کنند.

نتایج ارائه شده در جدول شماره (۷) حاکی از این است که میزان سود تقسیمی در میان شرکت‌ها بسته به نوع بزرگ‌ترین سهامدار آنها، با یکدیگر متفاوت است. همان‌طور که در این جدول نشان داده شده است، در مقایسه میانگین سود تقسیمی شرکت‌های دارای گونه‌های مختلف بزرگ‌ترین سهامدار در سطح اطمینان ۹۵ درصد، میانگین سود تقسیمی در شرکت‌های دارای بزرگ‌ترین سهامدار هلدینگ، مالی و دولتی، دارای اختلاف معنی‌دار با یکدیگر نیست، اما میانگین تقسیم

جدول شماره (۸): میانگین سود پرداختی انواع سهامداران

نوع بزرگ‌ترین سهامدار	داخلی	مالی	دولتی	هلدینگ
میانگین سود تقسیمی	۰/۶۴۳	۰/۷۷۷	۰/۸۱۳	۰/۷۶۱

بنابراین، با توجه به نتایج بالا، فرض  $H_0$  رد می‌شود و به عبارت دیگر، تفاوت معناداری میان اثرگذاری هر یک از انواع مختلف سهامداران بزرگ مالک شرکت - ها، بر سیاست تقسیم سود وجود دارد.

### نتیجه‌گیری

به منظور افزایش قدرت پیش بینی سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک شرکت‌ها، شناسایی عوامل اثرگذار بر خط مشی تقسیم سود، می‌تواند بسیار مفید و حائز اهمیت باشد. در این پژوهش، تاثیر نوع بزرگترین سهامدار بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. به طور کلی، نتایج حاصل از آزمون فرضیات پژوهش نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود در شرکت‌هایی که بزرگترین سهامدار آنها داخلی و یا دولتی است، به صورت مثبتی متأثر از میزان مالکیت آنهاست و بنابراین، با توجه به مبانی نظری پژوهش، می‌توان گفت که همسویی نزدیکتر مدیران با سهامداران، به تقسیم سود بالاتری منجر می‌شود و تضاد نمایندگی میان مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهد، در حالی که در رابطه با شرکت‌هایی که بزرگترین سهامدار آنها مالی و یا هلدینگ است، نمی‌توان نتیجه گرفت که افزایش میزان مالکیت بزرگترین سهامدار، تأثیری بر افزایش کاهش تضاد نمایندگی بین سهامداران و مدیران اینگونه شرکت‌ها، از طریق تقسیم سود داشته باشد. از طرف دیگر، یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه پنجم پژوهش، حاکی از آن است که میزان سود تقسیمی در میان شرکت‌ها بسته به نوع بزرگترین سهامدار آنها، با یکدیگر متفاوت است. بین میانگین تقسیم سود شرکت -

های دارای بزرگترین سهامدار داخلی و میانگین تقسیم سود شرکت‌های دارای بزرگترین سهامدار دولتی، مالی و هلدینگ تفاوت معنی داری وجود دارد و در رابطه با گونه‌های مختلف بزرگترین سهامدار، سهامداران داخلی سیاست تقسیم سود پایین تری را اتخاذ می‌کنند و سود انباشته را بر سیاست تقسیم بیشتر ترجیح می‌دهند. به نظر می‌رسد، سرمایه‌گذاران داخلی (نظیر مدیران ارشد) با توجه به این موضوع که در شرکت‌ها حضور دارند، تمایل دارند سود سهام تقسیم نشود تا بدین طریق، کنترل خود را بر روی وجوه نقد قابل توزیع حفظ کنند. این در حالی است که در مورد سرمایه‌گذاران خارجی، شواهد متضادی وجود دارد. نتایج آزمون فرضیه‌های این پژوهش، حاکی از آن است که نسبت اهرمی با تقسیم سود رابطه‌ای ندارد. این موضوع بیانگر آن است که احتمالاً در بازارهای در حال توسعه نظیر بورس اوراق بهادار تهران، در تقسیم سود، به نسبت اهرمی (نسبت بدهی) توجهی نمی‌شود و لذا رابطه‌ای بین آنها وجود ندارد. عدم تأیید این فرضیه را شاید بتوان به موانع و مشکلات شرکت‌ها در تأمین مالی از طریق بدهی در ایران نسبت داد که البته این موضوع نشأت گرفته از ساختار اقتصادی کشور است. نتایج یافته‌های این پژوهش در رابطه با فرضیات اول، سوم و چهارم، با نتایج پژوهش‌های انجام شده توسط کلاسنس و دیجنکف [۹] و هارادا و نیگوتو [۱۶] مطابقت دارد. در مورد نتیجه آزمون فرضیه دوم، نتیجه پژوهش‌های فوق حاکی از وجود رابطه معنی دار میان مالکیت سهامداران مالی و سیاست‌های تقسیم سود است که در این مورد، نتایج پژوهش حاضر با پژوهش‌های فوق همخوانی ندارد. نتایج فرضیه سوم این پژوهش، همچنین با نتیجه

باشند؛ این معاملات باعث تغییر سهامدار کنترل‌کننده شرکت می‌شوند و چون نتایج این پژوهش حاکی از آن است که انواع مختلف سهامداران کنترل‌کننده، تأثیرات متفاوتی بر سیاست‌های تقسیم سود دارند؛ بدین ترتیب، آنها می‌توانند در مورد ورود یا خروج سرمایه‌گذاری خود از شرکت تصمیم‌گیری کنند.

از آنجا که بر اساس نتایج این پژوهش، بین انواع سهامداران کنترل‌کننده و سیاست‌های تقسیم سود، رابطه معنی‌دار وجود دارد، اطلاعات در مورد آنها می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران مفید باشد. پیشنهاد می‌شود یک بانک اطلاعاتی در مورد ترکیب سهامداران شرکت‌ها فراهم شود تا اطلاعاتی در باره معاملات بلوک سهام و تغییر سهامداران عمده، در اختیار سایر سهامداران اقلیت و پژوهشگران بگذارد.

با توجه به نتایج پژوهش که بیانگر وجود رابطه بین متغیرهای سودآوری و فرصت‌های رشد شرکت با سود تقسیمی است، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذارانی که به دنبال سیاست‌های توزیع سود بیشتری هستند، به این متغیرها در تجزیه و تحلیل‌های خود توجه بیشتری داشته باشند.

### پیشنهاد‌های پژوهش‌های آتی

در حالی که پژوهش‌های زیادی در زمینه ساختار مالکیت در کشور انجام شده، اما به نقش سهامداران بزرگ، مخصوصاً بزرگترین سهامدار توجه زیادی نشده است. هویت بزرگترین سهامدار نیز بسته به اینکه سهامدار داخلی یا دولت و یا یک مؤسسه مالی باشد، حائز اهمیت است. در این مورد می‌توان تأثیر گونه‌های مختلف بزرگترین سهامدار را بر سایر متغیرهای

پژوهش کوکی و گیزانی (۲۰۰۹) که به رابطه مثبت بین سیاست تقسیم سود و مالکیت دولتی، پی برده بودند، مطابقت دارد. رابطه مثبت بین سیاست تقسیم سود و مالکیت داخلی، قبلاً در پژوهش‌های فارینها و همکاران [۱۲] و چن و همکاران [۸] نیز تایید شده بود. در مورد فرضیه شماره ۵، نتایج یافته‌های این پژوهش با نتایج پژوهش‌های آلن و همکاران [۵] و گوا [۱۳] مطابقت دارد. همچنین، ترونک هنی [۲۵] به این نتیجه رسید که در مقایسه با بقیه مالکان، زمانی که بزرگترین سهامدار شرکت‌ها، یک مؤسسه مالی و یا داخلی باشد، احتمال بیشتری برای تقسیم سود وجود دارد.

### پیشنهاد‌های کاربردی

بر اساس یافته‌های این پژوهش، به فعالان بازارهای سرمایه پیشنهاد می‌شود به نوع مالکیت شرکت‌ها توجه داشته باشند، چون نتایج این پژوهش نشان دهنده وجود تفاوت معنی‌دار در سیاست‌های تقسیم سود گونه‌های مختلف بزرگترین سهامدار است.

به سهامداران، تحلیلگران و سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌شود در صورت تمایل به دریافت سود سهام بالا، به شرکت‌های دارای بزرگترین سهامدار دولتی، مالی و هلدینگ، توجه بیشتری داشته باشند و برای بازگشت زودتر سرمایه، آنها را به شرکت‌های دارای بزرگترین سهامدار داخلی ترجیح دهند؛ چون نتایج پژوهش حاضر حاکی از آن است که سهامداران داخلی نسبت به سایر سهامداران، سود تقسیمی کمتری داشته‌اند.

به سرمایه‌گذاران و تحلیلگران پیشنهاد می‌شود به معاملات بلوک‌های کنترل‌شده سهام توجه بیشتری داشته

۲- فروغی، داریوش و سعیدی، علی. (۱۳۸۸). "تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست های تقسیم سود شرکت های بورس تهران"، *نشریه تحقیقات مالی*.

۳- کرمی، غلامرضا، مهرانی، ساسان و اسکندر، هدی.

(۱۳۸۹). "بررسی تئوری نمایندگی و تئوری

علامت دهی در سیاست های تقسیم سود: نقش

سرمایه گذاران نهادی". *پیشرفت های حسابداری*،

ش ۲۰۷، صص ۵۳-۶۷.

4- Abdelsalam, O; EL-Masry, A, and Elsegini, S.,(2008). "Board Composition, Ownership structure and dividend policies in an emerging Market", *Journal of Managerial Finance*, Vol. 34, No. 12, pp. 953-964.

5- Allen, F., Bernardo, A., & Welch, I. (2000). "A theory of dividends based on tax clienteles". *Journal of Finance*, 55, 2499-2536.

6- Becht, M., & Mayer, C. (2000). "Corporate control in Europe". Working Paper, *University of Oxford*.

7- Berle, A., & Means, G. (1932). "The modern corporation and private property". New York: The Macmillan Company. Chay, J.B., and Jungwon.

8- Chen, Zhilan, Cheung, Yan-Leung, Stouraitis, Aris and Wong, Anita. (2008), Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong Kong, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13: 431-449

9- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (2002). "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings". *Journal of Finance*, 57, 2741-2771.

10- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L.H.P., (2000). "The separation of ownership and control in East Asian corporations". *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.

11- Fama, E., & French, K. (2001). "Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay". *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.

حسابداری و مالی مانند عملکرد شرکت ها، تصمیمات سرمایه گذاری، عدم تقارن اطلاعاتی، کیفیت سود، سطح افشای اختیاری و سایر متغیرها بررسی کرد.

## محدودیت های پژوهش

با توجه به اینکه در این پژوهش از اقلام صورت های مالی استفاده گردیده است و این اقلام مشمول محدودیت های حاکم بر تهیه صورت های مالی، از قبیل:

ابهام در یکنواختی روش های حسابداری، ثبات رویه، مدیریت سود و یا نادیده گرفتن حسابداری تورمی است (که از حیث کنترل پژوهشگر خارج است)، لذا نتایج

حاصل از این پژوهش نیز متأثر از این محدودیت ها بوده، تعمیم پذیری نتایج را با محدودیت مواجه می سازد.

محدودیت دیگر پژوهش، عدم دسترسی به اطلاعات دقیق در مورد ترکیب مالکیت سهامداران شرکت هاست

که این اطلاعات معمولاً به شکلی هماهنگ ارائه نمی شود. همچنین، به علت اندک بودن تعداد شرکت ها در

هر صنعت، امکان پژوهش در قالب صنعت برای بررسی

دقیق تر امکان پذیر نشد. لذا تعمیم پذیری نتایج حاصل از

این پژوهش را با محدودیت مواجه می سازد.

## منابع

۱- ستایش، محمد حسین و کاظم نژاد، مصطفی.

(۱۳۸۹). "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب

هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت های

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *دانش*

*حسابداری*، ش ۱، صص ۲۱-۵۹.



- 23- Perez-Gonzalez, F.,(2002),“Large Shareholders and Dividends:Evidence from U.S Tax Reforms”.*Columbia University, SSRN*.
- 24- 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.
- 25- Suh (2009). “Payout Policy and Cash-flow Uncertainty”, *Journal of Financial Economics*, Vol.93 pp.88–107
- 26- Truong, T., & Heaney, R. (2007). “Largest shareholder and dividend policy around the world”. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 667-687.
- 12- Farinha,J.,(2005).“The Relation between Dividends and Insider Ownership in Different Legal Systems: International Evidence”. SSRN.
- 13- Guo, Jianan, Ultimate Controlling Shareholders and Dividend Payout Policy in Chinese Stock Market (April 1,2013). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2242798> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2242798>
- 14- Grossman, S. &Hart, O. (1988). “One share/one vote and the market for corporate control”. *Journal of Financial Economics*, 20, 175–202.
- 15- Gugler, K., & Yurtoglu, B. (2003). “Corporate governance and dividend payout policy in Germany”. *European Economic Review*, 47, 731–758.
- 16- Han, k. et al, (1999). “Institutional Shareholders and Dividends”. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12, 53-62.
- 17- Harda, Kimie and Pascal Nguen. (2006). “Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan”. SSRN.
- 18- Jensen C Michael. (2007). “Agency cost of free Cash Flow, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review*. 76(2): 323-329.
- 19- King Fuei Lee, (2010). “Retail minority shareholders and corporate reputation as determinant of dividend policy in Australia”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 18, pp. 351–368.
- 20- Kouki, Mondher and Guizani, Moncef. (2009). Corporate Governance and Dividend Policy in Poland, Warsaw School of Economics, *World Economy Research Institute*, Al. Niepodlegosci, 162, 02-554
- 21- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W., (2000). “Agency problems and dividend policies around the world”, *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 1–33.
- 22- 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.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی