

## رابطه رقابت در بازار و سیاست‌های تقسیم سود

نرگس سرلک<sup>۱\*</sup>، فاطمه میرزائی<sup>۲</sup>

۱- استادیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت، دانشگاه قم، قم، ایران.

sarlak.narges@gmail.com

۲- کارشناس ارشد گروه حسابداری دانشکده مدیریت، دانشگاه قم، قم، ایران.

mirzaei\_fatemeh1@gmail.com

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه رقابت در بازار با سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ است. فرضیه‌های پژوهش بر مبنای نظریه‌های پیامد، جانشینی و شکار مربوط به تأثیر رقابت در بازار بر سیاست‌های تقسیم سود تدوین شده‌اند. برای آزمون فرضیه‌ها از الگوهای رگرسیون چندگانه با استفاده از داده‌های تلفیقی و رگرسیون لجستیک استفاده شده است. برای سنجش رقابت در بازار از شاخص انترویی استفاده شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین رقابت در بازار و سود تقسیمی، رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین رقابت در بازار با افزایش سود تقسیمی نیز رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. بین رقابت در بازار و حذف سود تقسیمی نیز رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

**واژه‌های کلیدی:** رقابت در بازار، شاخص انترویی، سود تقسیمی.

## مقدمه

بنابراین، پرداخت سود کمتر، پیامد حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر است [۱۱]. براساس نظریه جایگزینی، شرکت‌های با حاکمیت ضعیف‌تر، سود تقسیمی بیشتری پرداخت می‌کنند تا جانشینی برای مدیریت ضعیف آن‌ها باشد؛ چراکه رفتار خوب با سهامداران برای این گونه شرکت‌ها باعث اعتبار شرکت می‌شود [۴۲]. از طرفی، براساس نظریه شکار<sup>۳</sup> نیز ساز و کارهای حاکمیت شرکتی، مدیران شرکت‌هایی را که بیشتر در معرض شکار شدن هستند، به پرداخت سود تقسیمی کمتر تشویق می‌کند تا بدین طریق عملکرد مدیر، مطابق با منافع شرکت و همچنین سهامداران باشد [۲۳]. از طرفی پرداخت سود سهام هم ممکن است به کاهش مسائل نمایندگی کمک کند؛ زیرا سود سهام نقدی: ۱. مدیریت را به ایجاد وجوه نقد کافی برای پرداخت سود سهام مجبور می‌کند؛ ۲. مدیریت را وادار می‌کند برای تأمین مالی پروژه‌های خود، به بازار سرمایه مراجعه کند و طبعاً اطلاعات بیشتری را در اختیار بازار قرار دهد؛ ۳. باعث کاهش جریان وجه نقد مازاد و هدر رفتن آن می‌شود [۳۷].

در این راستا پژوهش‌های قبلی نشان داده‌اند رقابت بین شرکت‌ها می‌تواند ساز و کاری مؤثر برای کاهش مسائل نمایندگی بین مدیران و سهامداران باشد [۲]؛ زیرا فشار رقابت بازار، مدیران بی‌کفایت را بسرعت می‌تواند حذف کند. مدیران شرکت‌هایی که در صنایع رقابتی تر فعالیت می‌کنند، تمایل دارند تلاش بیشتری کنند. انگیزه آن‌ها برای کاهش مسائل نمایندگی بین خودشان و سهامداران بیشتر است؛ زیرا فشار رقابت بازار، مدیران بی‌کفایت را بسرعت می‌تواند حذف کند. شدت رقابت در بازار، مدیران را مجبور خواهد کرد که وجه نقد خود را انتقال دهند؛ زیرا ریسک و

تصمیم شرکت در مورد اینکه چه میزان سود به‌عنوان سود تقسیمی می‌تواند پرداخت و به چه میزانی می‌تواند انباشته شود، موضوع تصمیم‌گیری در مورد سیاست تقسیم سود است. سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است؛ زیرا سود تقسیمی نشان‌دهنده پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. مدیر باید تصمیم بگیرد چه میزان از سود شرکت، تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود [۷]. پژوهشگران زیادی، مبانی نظری و شواهد تجربی مرتبط با معیارهای سیاست تقسیم سود را فراهم آورده‌اند. با وجود این، مسأله سیاست تقسیم سود همچنان حل نشده باقی مانده است و از آن تحت عنوان معمای تقسیم سود یاد می‌شود [۴۴]. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) مبانی نظریه نمایندگی را مطرح کردند و نشان دادند به دلیل جدایی مالکیت از مدیریت، بین مدیران و مالکان تضاد منافع وجود دارد. بر مبنای نظریه نمایندگی، دو نظریه در توجیه رفتار سود تقسیمی در ادبیات مالی ارائه شده است: ۱. نظریه پیامد<sup>۱</sup> ۲. نظریه جایگزینی<sup>۲</sup> [۳۱]. نظریه پیامد بر فرضیه جریان نقدی آزاد مبتنی است. مدیران فرصت طلب، بر مبنای فرضیه جریان نقدی آزاد، از وجوه آزاد برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها و اموری که باعث افزایش ابهت و شهرت آن‌ها می‌شود، به نفع خود استفاده می‌کنند [۴۰]. در واقع، تقسیم سود، پیامد کیفیت حاکمیت شرکتی است؛ یعنی در شرکت‌های با نظارت کم از طرف صاحبان سهام، مدیران سعی می‌کنند پول نقد را به جای توزیع بین سهامداران، درون شرکت نگه دارند؛

1. Outcome theory
2. Substitution theory

۱. عوامل قانونی ۲. عوامل قراردادی ۳. عوامل داخلی شرکت ۴. عوامل اقتصاد کلان و بازار [۸، ۹، ۵۱، ۳۸].

بازار، مکان و یا موقعیتی است که در آن خریداران و فروشندگان، کالاها و خدمات را خرید و فروش می‌کنند [۳۳]. رقابت در بازار به عنوان یکی از عوامل بازار، بر سیاست‌های سود تقسیمی می‌تواند تأثیرگذار باشد. منظور از رقابتی بودن بازار محصول این است که شرکت‌های مختلف در تولید و فروش کالا رقابت تنگاتنگی دارند و کالاهای آن‌ها نسبت به دیگری برتری چندانی ندارد؛ به عبارت دیگر، رقابت پذیر بودن بدین معنی است که شرکت نتوانسته است شیوه تولیدی اتخاذ کند که کالاهای با کیفیت تری تولید کند یا کالاهای تولیدی خود را با قیمتی کمتر از سایر رقبا عرضه کند و در نتیجه بازار فروش را در اختیار خود بگیرد [۲۰]. رقابت در بازار در پژوهش‌های اقتصادی و مالی به عنوان قدرت بازار شرکت‌ها تعریف می‌شود. قدرت بازار به منزله کنترل شرکت بر قیمت و سطح تولید محصول آن است [۵۲]. با بررسی مطالعات گذشته می‌توان گفت طبق سه نظریه پیامد، جایگزینی (جانشینی) و شکار، رقابت در بازار، تأثیر متفاوتی بر سیاست‌های تقسیم سود دارد. نظریه پیامد نشان می‌دهد سیاست‌های تقسیم سود، پیامد رقابت شدیدتر در بازار محصول است. در این نظریه، رقابت شدید در بازار مانند یک سیستم قانونی قوی عمل می‌کند که مدیران را مجبور خواهد کرد وجه نقد بیشتری بین سهامداران توزیع کنند؛ زیرا ریسک و هزینه سرمایه‌گذاری بیش از حد، به دو دلیل، بالا است: ۱. اگر شرکت موجود در یک صنعت شدیداً رقابتی در پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کند، آن‌گاه از قدرت رقابت وی کاسته می‌شود و در نتیجه، به احتمال زیاد از بازار بیرون رانده

هزینه سرمایه‌گذاری بیش از حد، به دو دلیل، بالا است: ۱. در یک صنعت رقابتی، سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی، توان رقابت شرکت را کاهش خواهد داد و احتمال بیشتری وجود دارد که شرکت از بازار رقابت، بیرون رانده شود. ۲. رقابت شدید باعث خواهد شد سرمایه‌گذاران خارجی، عملکرد مدیران را نسبت به عملکرد رقبا آن‌ها محک بزنند و ریسک سرمایه‌گذاری بیش از حد را کشف کنند؛ در نتیجه، برای جلوگیری از ورشکستگی، مدیران شرکت‌هایی که در صنایع رقابتی تر فعالیت می‌کنند، تمایل دارند از سرمایه‌گذاری بیش از حد پرهیز کنند، از این رو احتمال بیشتری برای توزیع وجه نقد اضافی میان سهامداران به عنوان سود تقسیمی وجود دارد [۲۳، ۲۶، ۱۸]. گیلسون و رو (۱۹۹۳) استدلال کردند رقابت در بازار محصول که ریسک ورشکستگی را افزایش می‌دهد، انگیزه‌ای برای ارزیابی عملکرد شرکت و نظارت بر عملکرد مدیران می‌تواند ایجاد کند. در واقع گیلسون و رو (۱۹۹۳) بیان کردند "رقابت، زیباترین ساز و کار نظارت در بازار است" [۲۱، ۲۶]؛ بنابراین، این پژوهش بررسی می‌کند که آیا رقابت در بازار محصول به عنوان یک ساز و کار نظارتی، مسائل نمایندگی بین مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهد و بر سیاست تقسیم سود شرکت تأثیر می‌گذارد؟ یا به عبارت دیگر، آیا رقابت در بازار محصول با سیاست‌های تقسیم سود رابطه دارد؟

## مبانی نظری

بر اساس یافته‌های لینتر (۱۹۵۶)، رزف (۱۹۹۲)، بینر (۲۰۰۱)، بر کلی (۲۰۰۶)، عوامل مؤثر بر سیاست سود تقسیمی را به طور کلی در چهار گروه می‌توان قرار داد:

منافعی بیش از کسانی که به مدیران امکان دستیابی به جریان‌های نقد آزاد بیشتر و استفاده از آن‌ها را در جهت منافع خودشان می‌دهد، توانا تر هستند، ۲. در بازارهای کمتر رقابتی احتمال اینکه مدیران، سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام دهند بیشتر است؛ زیرا در این بازارها، ریسک و هزینه سرمایه‌گذاری بیش از حد، به علت نبود نیروی نظم‌دهنده رقابت در بازار، کمتر است. مدیران این صنایع، از سود تقسیمی برای کاهش مسائل نمایندگی استفاده می‌کنند. همچنین شرکت‌های موجود در صنایع کمتر رقابتی در معرض عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری هستند. از این رو برای مثال، احتمال اینکه افراد برون‌سازمانی، مدیران ضعیف موجود در صنایع با رقابت کمتر را شناسایی و جایگزین کنند، کمتر خواهد بود؛ زیرا فرصت‌های کمتری برای محک‌زدن عملکرد آن‌ها وجود دارد؛ بنابراین، مدیران این صنایع، از سود تقسیمی برای شهرت و اعتبار برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی در آینده هم استفاده می‌کنند [۲۳، ۲۶، ۱۸]. براساس نظریه جانشینی، رقابت در بازار محصول با میزان سود تقسیمی، رابطه منفی دارد.

نظریه شکار و پیامد، پیش‌بینی‌های مشابهی راجع به ارتباط بین رقابت در بازار محصول و پرداخت سود تقسیمی شرکت ارائه می‌دهند. مدیران برای افزایش قدرت رقابت خود در بازار، تأمین مالی از طریق وجوه داخلی را ترجیح می‌دهند. بدین منظور آن‌ها به پرداخت سود تقسیمی کمتر و در نتیجه ذخیره کردن هرچه بیشتر وجوه نقد برای جلوگیری از رفتارهای شکار بالقوه تمایل دارند [۱۲]؛ به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که قدرت بازار کمتری دارند، مایل هستند توزیع کمتری داشته باشند، زیرا آن‌ها به وجه نقد بیشتری برای جلوگیری از رفتار چپاولگرانه یا شکاری رقبا خود

می‌شود. سرمایه‌گذاری شرکت در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی و خرج کردن بیش از حد از قدرت رقابت شرکت می‌کاهد و احتمال خروج شرکت را از بازار افزایش می‌دهد؛ بنابراین، مدیران در بازارهای بسیار رقابتی برای جلوگیری از انحلال، از دست‌دادن پاداش‌ها و یا از دست‌دادن شغل، از قبول پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی پرهیز می‌کنند و برای آن‌ها پرداخت سود سهام جذاب‌تر است؛ ۲. رقابت در بازار محصول از طریق ایجاد فرصت‌های بهتر برای افراد بیرونی برای محک‌زدن عملکرد شرکت با عملکرد سایر رقبای، موجب کاهش اطلاعات نامتقارن و هزینه‌های نظارت می‌شود؛ بنابراین، مطابق این استدلال، رقابت شدید در بازار با افزایش این احتمال که افراد برون‌سازمانی، مدیران نابودکننده ارزش را شناسایی و جایگزین کنند، می‌تواند موجب افزایش ریسک و هزینه سرمایه‌گذاری بیش از اندازه و جذابیت بیشتر سودهای تقسیمی برای مدیریت شود [۲۳، ۲۶، ۱۸]؛ به عبارت دیگر، شرایط موجود در بازار محصول به مدیران اجازه نخواهد داد این وجوه آزاد را به هر مصرفی برسانند [۲۹]. این نظریه رابطه‌ای مثبت بین رقابت در بازار محصول و میزان سود تقسیمی پیش‌بینی می‌کند. همچنین طبق یافته‌های هی (۲۰۱۲)، با افزایش رقابت در بازار محصول، احتمال افزایش سود تقسیمی بیشتر می‌شود و احتمال حذف سود تقسیمی کاهش می‌یابد [۲۶].

نظریه جانشینی نشان می‌دهد سیاست‌های تقسیم سود، جایگزینی برای رقابت کمتر در بازار هستند. الگوی جانشینی بر مبنای این فرض است که شرکت‌ها در بازارهای کمتر رقابتی، با هزینه نمایندگی بیشتری در ارتباط با جریان وجه نقد آزاد مواجه هستند؛ زیرا: ۱. شرکت‌های فعال در صنایع کمتر رقابتی، در ایجاد

نقدینگی با نسبت پرداخت سود سهامداری، رابطه مثبت و مالیات و فرصت‌های رشد با سود تقسیمی، رابطه منفی دارند [۴]. جای و سو (۲۰۰۹)، در پژوهشی با عنوان سیاست‌های پرداخت سود سهام و عدم اطمینان نسبت به نقدینگی، رابطه نسبت پرداخت سود سهام را با عدم اطمینان نسبت به نقدینگی، نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام، تضاد نمایندگی و فرصت‌های رشد بررسی کردند. پژوهش آن‌ها در دوره زمانی ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۵ در شرکت‌های منتخب کشورهای استرالیا، امریکا، ژاپن، فرانسه، آلمان و انگلیس بود. آن‌ها دریافتند عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی می‌تواند یکی از عوامل اثرگذار بر نسبت تقسیم سود باشد. آن‌ها به این نتیجه دست یافتند که تأثیر نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام بیشتر از سایر عوامل است [۱۵]. گونزالس و همکاران (۲۰۱۰) ارتباط بین پرداخت سود سهام و ساختار مالکیت را در ۵ کشور امریکای لاتین بررسی کردند. آن‌ها کنترل مالکیت را برای تصمیمات پرداخت سود سهام مهم دانستند. یافته‌های پژوهش آن‌ها وجود یک رابطه U شکل را بین تمرکز مالکیت و پرداخت سود سهام نشان داد، به گونه‌ای که وقتی تمرکز مالکیت پایین باشد، بر پرداخت سود سهام تأثیر منفی دارد و وقتی تمرکز مالکیت بالا باشد، بر پرداخت سود سهام تأثیر مثبت دارد [۲۲]. تاناتاوی (۲۰۱۱) با بررسی سیاست تقسیم سود میان شرکت‌های تایلندی در دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۸ به این نتیجه رسید شرکت‌هایی با جریان‌های نقدی آزاد بیشتر، به پرداخت سود تقسیمی بالاتری تمایل دارند. یافته‌های پژوهش وی از فرضیه جریان‌های نقدی آزاد حمایت می‌کند [۵۵].

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس

(جنگ قیمتی یا افزایش تولید) نیاز دارند. هنگامی که رقبای قوی، به رفتارهای شکاری دست بزنند، آن‌ها به این وجوه برای مقاومت در برابر رقبا نیاز دارند؛ چراکه در غیر این صورت ممکن است از پای در آیند و از بازار رقابت بیرون رانده شوند. از آنجا که بعید است این رفتارها (رفتارهای شکار) در بازارهای رقابتی اثربخش باشد، به این دلیل که هیچ سودی از حذف یک شرکت از بازار وجود ندارد، ریسک شکار در بازارهای کمتر رقابتی، بیشتر است؛ بنابراین، رقابت به عنوان یک ساز و کار حاکمیت شرکتی، مدیران شرکت‌های فعال در صنایع کمتر رقابتی را تشویق می‌کند سود تقسیمی کمتری پردازند تا بدین طریق عملکرد مدیر مطابق منافع شرکت و سهامداران باشد [۲۳]. نظریه شکار یک رابطه مثبت بین رقابت در بازار محصول و میزان سود تقسیمی پیش‌بینی می‌کند. با توجه به مبانی نظری فوق، فرضیه‌های پژوهش به شکل زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول: رقابت در بازار با سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

فرضیه دوم: رقابت در بازار با افزایش سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

فرضیه سوم: رقابت در بازار با حذف سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

### پیشینه پژوهش

آنیل و کاپور (۲۰۰۸) در پژوهش خود تحت عنوان عناصر تعیین‌کننده نسبت تقسیم سود، مطالعه‌ای در صنعت فناوری اطلاعات هند در دوره ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ انجام دادند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که سود و

ایزدی نیا و علینقیان (۱۳۹۰) عوامل مؤثر بر سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را با استفاده از الگوی لاجیت در بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ بررسی کرده‌اند. الگوی لاجیت نشان داد از بین عوامل مورد بررسی، عدم اطمینان به جریان نقد، مرحله عمر شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری شرکت بر پرداخت سود تقسیمی اثرگذار هستند. پس از تخمین الگو، با محاسبه اثر حاشیه‌ای، مشخص شد مرحله عمر شرکت و سودآوری شرکت، بیشترین تأثیر را در بین عوامل دارد [۲۷]. مرادی و ولی‌پور (۱۳۹۰) در پژوهش خود سیاست سود تقسیمی را از منظر نظریه نمایندگی از ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ بررسی کردند. شواهدی که آنان کسب کردند نشان داد بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره، ساختار دارایی، ریسک تجاری، سطح بدهی و درصد مالکیت اعضای هیأت‌مدیره با نسبت پرداخت سود سهام، رابطه منفی و معنادار وجود دارد؛ در حالی که بین سودآوری و نقدینگی با نسبت پرداخت سود سهام، رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد [۴۳]. انواری رستمی، اعتمادی و موحدمجد (۱۳۹۲) تأثیر ساختارهای رقابتی بازار محصول را بر تقسیم سود بررسی کردند. در این پژوهش با بررسی نمونه‌ای شامل ۱۱۲ سال - طبقه صنعت در سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ ارتباط بین شاخص‌های رقابتی (تمرکز صنعت، قابلیت جانشینی محصول، اندازه بازار، موانع ورود به بازار و تعداد شرکت‌های فعال) و نسبت سود تقسیمی هر سهم پس از در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی (شامل اندازه شرکت، سودآوری، فرصت‌های رشد، نسبت سود انباشته به کل سرمایه و نسبت بدهی) در قالب پنج فرضیه فرعی آزمون شده است؛ سپس با استفاده از نمره رقابت که معیاری ترکیبی برای سنجش رقابت است، به

اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این راستا ۶۳ شرکت در دوره زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۲ بررسی شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام‌رسانی، انتظار می‌رود شرکتی که از رشد سود زیادی (کمی) برخوردار است، بازده نقدی آن نیز زیاد (کم) باشد. اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی از دیگر متغیرهای تبیین‌کننده سیاست تقسیم سود به شمار می‌رود [۳۰]. در پژوهش خدادادی و همکاران (۱۳۸۸) تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌ها (میزان و نحوه تأثیرگذاری سهامداران نهادی و سهامداران حقیقی) بر سیاست‌های تقسیم سود اتخاذشده از سوی آن‌ها از ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۴ با استفاده از الگوهای رگرسیون کمترین مربعات خطا و الگوی لجستیک آزموده شد. نتایج آزمون الگوی اول نشان داد بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود، رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین نتایج آزمون الگوی لجستیک نشان می‌دهد ساختار مالکیت بر سیاست‌های تقسیم سود تأثیر معنی‌داری دارد [۳۴]. ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۹) در پژوهش خود تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت‌مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را از ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ بررسی کردند. شواهد کسب‌شده نشان داد بین مالکیت نهادی و نسبت سود تقسیمی پرداختی، رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد، در حالی که بین مالکیت شرکتی و نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیأت‌مدیره با نسبت سود تقسیمی پرداختی، رابطه مثبت و معنی‌داری مشاهده شد. همچنین بین مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با نسبت سود تقسیمی، رابطه معناداری مشاهده نشد [۵۳].

تحلیل رگرسیون چند گانه با استفاده از داده‌های تلفیقی و رگرسیون لجستیک استفاده شده است. همچنین فروض کلاسیک رگرسیون و سایر موارد مربوط نیز در آزمون‌ها بررسی شد. در همه تکنیک‌های آماری نیز از نرم‌افزارهای Excel و Eviews استفاده شد. نمونه آماری این پژوهش به روش غربالگری از بین شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است. این شرکت‌ها شامل شرکت‌هایی می‌شوند که اطلاعات مالی آن‌ها برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ در دسترس باشد، در سال‌های مالی مذکور، تغییر سال مالی و توقف فعالیت نداشته باشند، با توجه به اطلاعات لازم برای پژوهش از یک سال قبل از دوره پژوهش، پیش از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و سهام آن‌ها در هر سال حداقل یک بار معامله شده باشد، دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد و به دلیل تفاوت موجود در ماهیت فعالیت‌ها، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک و بیمه نباشند. به دلیل همسان نبودن تولیدات و در نتیجه بازار محصول برخی از شرکت‌های موجود در یک صنعت، به جای استفاده از تمامی صنایع، از طبقاتی از صنایع استفاده شد که شرکت‌های موجود در آن‌ها و تولیداتشان همگن‌تر بودند و قابلیت مقایسه رقابت در بازار محصول شرکت‌ها در آن‌ها وجود داشت. با توجه به شرایط مذکور، ۶۶ شرکت متعلق به ۸ طبقه صنعت بررسی شدند.

برای بررسی رابطه رقابت در بازار با سیاست‌های تقسیم سود از الگوهای رگرسیون چند گانه و لجستیک زیر استفاده شده است:

الگوی (۱) رگرسیون چند گانه که برای آزمون فرضیه اول استفاده می‌شود:

$$DIV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 Growth_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 RE_{it}$$

آزمون فرضیه اصلی پرداخته شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد قابلیت جانشینی محصولات و اندازه بازار، رابطه مثبت و معنی‌دار با تقسیم سود دارد و بین سایر ابعاد رقابت و تقسیم سود، ارتباط معناداری وجود ندارد. فرضیه اصلی نیز رد شده است [۵]. با مرور پیشینه پژوهش‌های داخلی مشخص شد تأثیر رقابت در بازار محصول به‌عنوان یک ساز و کار نظارتی بر سیاست‌های تقسیم سود فقط در پژوهش انواری رستمی و همکارانش بررسی شده است که از جهاتی با پژوهش حاضر تفاوت دارد. آن‌ها پنج عامل را به‌عنوان ساختار رقابت بازار بررسی کرده‌اند و برای اندازه‌گیری تمرکز صنعت از شاخص هرفیندال-هریشتن استفاده کرده‌اند. همچنین نسبت سود تقسیمی هر سهم را به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته‌اند. در حالی که در پژوهش حاضر، برای سنجش رقابت در بازار محصول، از شاخص آنتروپی و همچنین برای سنجش سیاست‌های تقسیم سود از سود تقسیمی سالانه به فروش، افزایش سود تقسیمی و حذف سود تقسیمی استفاده شده است.

## روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی است و همچنین از نظر نوع داده‌ها و زمان گردآوری اطلاعات از نوع داده‌های تلفیقی و تاریخی است که نمونه‌های موجود در طول دوره‌های زمانی مختلف تجزیه و تحلیل می‌شوند. روش پژوهش براساس خصوصیت موضوع از نوع توصیفی-تحلیل همبستگی است. اطلاعات و داده‌های لازم برای این پژوهش از صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، پایگاه‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و آمارهای مستند سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از

الگوی (۲) رگرسیون لجستیک که برای آزمون

فرضیه دوم استفاده می شود:

$$\text{Ln} \left( \frac{p(\text{UP}=1)}{1-p(\text{UP}=1)} \right) = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{Growth}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{RE}_{it}$$

الگوی (۳) رگرسیون لجستیک که برای آزمون

فرضیه سوم استفاده می شود:

$$\text{Ln} \left( \frac{p(\text{omit}=1)}{1-p(\text{omit}=1)} \right) = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{Growth}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{RE}_{it}$$

معنی داری ۱ در الگوهای فوق دال بر تأیید

فرضیه های پژوهش است. سود تقسیمی (DIV) متغیر

وابسته در الگوی اول است. برای از بین بردن تأثیرات

ناشی از حجم فعالیت شرکت ها، ارقام سود تقسیمی

باید تعدیل شود. این امر بدین سبب ضروری است که

ممکن است ارقام سود تقسیمی بزرگ تر متعلق به

صنایع بزرگ نظیر صنعت نفت، خودرو و غیره و ارقام

سود تقسیمی کوچک تر متعلق به صنایع جزئی تر باشد

و تأثیرات مخربی بر یافته های پژوهش داشته باشند،

به گونه ای که نتایج واقعی را تحریف کنند؛ بنابراین،

رقم سود تقسیمی سالانه با مبلغ کل فروش خالص

شرکت ها باید تعدیل شود. در نتیجه در این مطالعه،

مطابق با پژوهش لیسون و همکاران (۱۹۹۸) هی

(۲۰۱۲) گروولن و میچائیلی (۲۰۱۲) خدماتی پور و

همکاران (۱۳۹۲) برای کوچک کردن مقیاس سود

تقسیمی سالانه، میزان سود تقسیمی با کل سود تقسیمی

سالانه به فروش خالص برابر است [۳۵، ۱۰، ۲۶، ۳۹].

افزایش سود تقسیمی (UP) متغیر وابسته در الگوی دوم

است که برای اندازه گیری آن از متغیر مجازی استفاده

می کنیم. این متغیر برای شرکت هایی که سود تقسیمی

آن ها نسبت به سال قبل افزایش پیدا کرده است، یک و

در غیر این صورت، صفر در نظر گرفته می شود. حذف

سود تقسیمی (OMIT) متغیر وابسته در الگوی سوم

است که شاخص آن متغیر مجازی است. این متغیر برای

شرکت هایی که سود تقسیمی آن ها حذف شده است،

یک و در غیر این صورت، صفر در نظر گرفته می شود.

در الگوهای فوق، رقابت در بازار محصول متغیر

مستقل است که برای اندازه گیری آن، مطابق با پژوهش

تیل (۱۹۶۷)، هارت (۱۹۸۲)، ژاکومین (۱۹۸۷)، نیسن

(۱۹۹۶)، بیکر و هاف (۲۰۰۲)، نیسن (۲۰۰۳)، چوی و

همکاران (۲۰۰۵)، مایر و همکاران (۲۰۱۴)، معمارنژاد

و همکاران (۱۳۹۰)، پور عباد الهان و همکاران (۱۳۹۲)

و شاهچرا و همکاران (۱۳۹۲) از شاخص انتروپی (E)<sup>۱</sup>

استفاده شده است. اولین بار تیل در سال ۱۹۶۷، مفهوم

انتروپی را در تحلیل های اقتصادی به کار گرفت. در

علم آمار شاخص انتروپی به شاخصی گفته می شود که

اطلاعات موجود در توزیع فراوانی یک صنعت را

اندازه گیری می کند. این شاخص در واقع از جمع وزنی

سهم بازار بنگاه ها به دست می آید. به گونه ای که به

سهم بازار هر بنگاه، وزنی معادل  $\text{Log}(1/s)$  داده

می شود. دامنه تغییرات این شاخص بین ۰ و  $\text{Log} N$

است. هنگامی که آنتروپی کاهش می یابد یا به

عبارت دیگر، هرچه این شاخص به صفر نزدیک تر

باشد، بازار، متمرکزتر و در نتیجه رقابت کمتر می شود و

هنگامی که آنتروپی افزایش می یابد یا به عبارت دیگر،

هرچه این شاخص به  $\text{Log} N$  نزدیک تر باشد، بازار، غیر

متمرکزتر و در نتیجه رقابت افزایش می یابد. این

شاخص به شکل زیر محاسبه می شود [۵۶، ۲۵، ۲۸، ۴۶،

۲۳، ۴۵، ۱۶، ۴۰، ۴۱، ۴، ۵۴]:

$$E = \sum_{i=1}^N S_i \text{Log}(1/S_i)$$



داشته باشند. در واقع شرکت‌ها ابتدا وجوه ضروری خود را از محل سود انباشته برای پروژه‌های بلندمدت خود مشخص و سپس وجوه مازاد را بین سهامداران توزیع می‌کنند [۱، ۴۷، ۳۲]. اهرم مالی (LEV) نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌ها است. انتظار می‌رود شرکت‌های با اهرم مالی بیشتر به واسطه برخورداری از ریسک بالا، سود کمتری پرداخت کنند [۶، ۴۹، ۲۴]. نظریه چرخه عمر (RE) را دی آنجلو و همکاران (۲۰۰۶) ارائه کردند. به اعتقاد آنان نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام، معیار مناسبی برای اندازه‌گیری درجه بلوغ شرکت‌ها است؛ زیرا میزان اتکای شرکت‌ها را به منابع تأمین مالی داخلی و بیرونی مشخص می‌کند. شرکت‌های با نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام بالاتر، شرکت‌های بالغ‌تری هستند؛ زیرا بیشتر به منابع مالی داخلی متکی هستند و با توجه به بی‌نیازی به تأمین مالی بیرونی، تمایل و استطاعت مالی بیشتری برای توزیع سود سهام دارند [۱۷، ۱۳].

### یافته‌ها

جدول (۱) آمار توصیفی داده‌های پژوهش را نشان می‌دهد. با توجه به اینکه از روش داده‌های تلفیقی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده می‌شود، تعداد مشاهدات سال-شرکت براساس داده‌های تلفیقی متوازن، ۳۳۰ مشاهده بوده است.

در این معادله E شاخص انترویی، Si نسبت فروش بنگاه به فروش صنعت و N تعداد بنگاه‌های فعال در صنعت است. طبق پژوهش‌های پیشین، تأثیر متغیرهای اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها، فرصت‌های رشد، اهرم مالی و چرخه عمر بر سیاست‌های تقسیم سود کنترل شده است. هرچه اندازه شرکت (Size) بیشتر باشد، انتظار می‌رود پرداخت سود تقسیمی بیشتر شود [۱۹، ۳۶، ۵۰]. از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها به عنوان معیاری برای سنجش اندازه شرکت استفاده می‌شود. بازده دارایی‌ها (ROA) معیاری از سودآوری شرکت است و از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها به دست می‌آید. از نظر بسیاری از سهامداران، مهم‌ترین عامل برتری شرکت، میزان سودآوری آن است. سودآوری بیشتر نشان‌دهنده دسترسی به منابع بیشتر برای توزیع وجوه شرکت است. سودآوری شرکت به عنوان عامل مهم و اثرگذار بر سیاست تقسیم سود مطرح است؛ زیرا طبق نظریه پیام‌رسانی سیاست سود تقسیمی، شرکت‌های سودآور به پرداخت سود تقسیمی بیشتری تمایل دارند زیرا این عامل نشان‌دهنده عملکرد مالی خوب آن‌ها است [۱۴، ۴۷، ۳]. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام، معیاری برای سنجش فرصت‌های رشد (Growth) شرکت است. بر مبنای مطالعات انجام‌شده، بسیاری از شرکت‌ها از نظریه تقسیم سود مازاد پیروی می‌کنند؛ یعنی زمانی تصمیم به پرداخت سود می‌گیرند که وجوه نقد مازاد بر سرمایه‌گذاری‌های مورد انتظار

## جدول (۱) تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
سود تقسیمی (DIV)	۳۳۰	۰/۱۲	۰/۰۹	۰/۱۱	۰/۰۰	۰/۵۱
رقابت در بازار (E)	۳۳۰	۰/۰۸	۰/۰۹	۰/۰۴	۰/۰۰	۰/۱۸
اندازه شرکت (Size)	۳۳۰	۶/۰۹	۵/۹۲	۰/۶۵	۵/۱۳	۸/۰۶
بازده دارایی‌ها (ROA)	۳۳۰	۰/۱۲	۰/۱۰	۰/۱۳	-۰/۳۱	۰/۶۱
فرصت‌های رشد (Growth)	۳۳۰	۱/۹۳	۱/۵۹	۱/۵۲	-۰/۸۵	۹/۴۵
اهرم مالی (LEV)	۳۳۰	۰/۶۴	۰/۶۵	۰/۲۱	۰/۱۸	۱/۴۴
چرخه عمر (RE)	۳۳۰	۰/۳۵	۰/۳۸	۰/۴۶	۹۱-۱	۸۴/۱

برای آزمون فرضیه اول و برآورد الگو، ابتدا برای گزینش یکی از روش‌های داده‌های تابلویی<sup>۱</sup> یا ترکیبی<sup>۲</sup>، از آزمون قابلیت ادغام (چاو) استفاده شده است. مطابق نتایج آزمون، مقدار آماره F-limer، ۴۲۴/۶ و سطح معنی داری آماره F-limer، ۰/۰۰۰ است که نشان‌دهنده برتری استفاده از روش داده‌های تابلویی در برابر روش داده‌های ادغام شده است؛ سپس با توجه به پذیرش روش داده‌های تابلویی در برابر داده‌های

ترکیبی، آزمون هاسمن برای انتخاب الگوی آثار ثابت در برابر الگوی آثار تصادفی انجام شده است. با توجه به اینکه مقدار آماره کای<sup>۲</sup> دو در این آزمون، معادل ۰/۰۰۰ و سطح معنی داری آن ۱/۰۰۰ است، روش رگرسیون با آثار تصادفی نسبت به روش رگرسیون با آثار ثابت برتری دارد. نتایج حاصل از برآورد الگوی رگرسیون اول، در جدول (۲) و (۳) ارائه شده است.

## جدول (۲) نتایج حاصل از بررسی کلی الگو، فرضیه اول

ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری آماره F	آماره دوربین واتسون
۰/۲۴	۰/۲۳	۱۷/۲۹	۰/۰۰۰	۱/۶۱

همان‌طور که در جدول (۲) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، نشان می‌دهد الگو رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این الگو، ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۲۳ است؛ یعنی ۲۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح دادن است.

همچنین مقدار آماره دوربین واتسون الگو که برابر با ۱/۶۱ است، در فاصله بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد و نشان‌دهنده این است که بین خطاهای الگو، خودهمبستگی وجود ندارد. در ادامه نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرهای الگو که در جدول (۳) ارائه شده است، توضیح داده می‌شود.

1. panel  
2. pooled

### جدول (۳) نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی الگو، فرضیه اول

$$DIV_{it} = 0.122 + 0.37 E_{it} + 0.05 Size_{it} + 0.11 ROA_{it} + 0.04 Growth_{it} - 0.153 LEV_{it} + 0.29 RE_{it}$$

متغیرها	ضرایب	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	۰/۱۲۲	۱/۲۹	۰/۱۹۹
رقابت در بازار	۰/۳۷۰	۲/۶۲	۰/۰۰۹
اندازه شرکت	۰/۰۰۵	۰/۳۷	۰/۷۱۵
بازده دارایی‌ها	۰/۱۱۰	۱/۸۴	۰/۰۶۶
فرصت‌های رشد	۰/۰۰۴	۱/۶۳	۰/۱۰۴
اهرم مالی	۰/۱۵۳-	۳/۲۸-	۰/۰۰۱
چرخه عمر	۰/۰۲۹	۴/۵۲	۰/۰۰۰

معیار شبیه ضریب تعیین در رگرسیون معمولی است). طبق نتایج بررسی کفایت داده‌ها برای برازندگی الگو، مقدار آماره هاسمر لم شو ۸/۹۹۲ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۳۴۳ است که این مقدار بیشتر از ۵ درصد است و کفایت داده‌ها را برای برازندگی الگو تأیید می‌کند. در نهایت، نتایج حاصل از برآورد الگو (۲) در جدول (۴) ارائه شده است. با توجه به آماره والد و سطح معنی داری آن برای رقابت در بازار (متغیر مستقل) در جدول (۴) می‌توان گفت بین رقابت در بازار و افزایش سود تقسیمی، رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد و بازای یک واحد افزایش در رقابت در بازار، احتمال افزایش سود تقسیمی ۸/۸۱ افزایش می‌یابد؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

با توجه به آماره t و سطح معنی داری آن برای رقابت در بازار (متغیر مستقل)، می‌توان گفت رقابت در بازار، رابطه مثبت و معنی داری با سود تقسیمی دارد و بازای یک واحد افزایش در رقابت در بازار، سود تقسیمی ۰/۳۷ افزایش می‌یابد؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. آزمون فرضیه دوم با استفاده از الگوی رگرسیون لجستیک شماره (۲) انجام شد. ابتدا معناداری الگو بررسی می‌شود. از آنجایی که مقدار آماره کای دو برابر با ۶۶/۴۹۱ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ است، الگوی مفروض معنادار است. این بدان معنا است که حداقل یک متغیر با متغیر وابسته، رابطه معنادار دارد. میزان ضریب تعیین نگلکرک برابر با ۰/۲۴۴ است و این مقدار در عمل، مقداری در خور توجه است (این

### جدول (۴) نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$$\ln \left( \frac{p(UP=1)}{1-p(UP=1)} \right) = 2/94 + 8/81 E_{it} - 0/31 Size_{it} + 1/19 ROA_{it} + 0/08 Growth_{it} - 3/35 LEV_{it} + 0/59 RE_{it}$$

متغیرها	ضرایب	آماره والد	درجه آزادی	سطح معنی داری
رقابت در بازار	۸/۸۱	۷/۳۷	۱	۰/۰۰۷
اندازه شرکت	-۰/۳۱	۲/۰۷	۱	۰/۱۵۰
بازده دارایی‌ها	۱/۱۹	۰/۳۴	۱	۰/۵۶۲
فرصت‌های رشد	۰/۰۸	۰/۷۸	۱	۰/۳۷۶
اهرم مالی	-۳/۳۵	۹/۱۲	۱	۰/۰۰۳
چرخه عمر	۰/۵۹	۲/۵۸	۱	۰/۱۰۸
مقدار ثابت	۲/۹۴	۳/۳۹	۱	۰/۰۶۵

(۵) ارائه شده است. با توجه به آماره والد و سطح معنی داری آن برای رقابت در بازار (متغیر مستقل) در جدول (۵) می‌توان گفت بین رقابت در بازار و حذف سود تقسیمی، رابطه منفی و معنی داری وجود دارد و برای یک واحد افزایش در رقابت در بازار، احتمال حذف سود تقسیمی ۱۳/۱۶ کاهش می‌یابد؛ بنابراین، فرضیه سوم پژوهش هم در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

آزمون فرضیه سوم نیز با استفاده از الگوی رگرسیون لجستیک شماره (۳) انجام شد. از آنجایی که مقدار آماره کای دو برابر با ۱۰۷/۶۶۸ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ است، الگو معنادار است. ضریب تعیین نگلکرک برابر با ۰/۴۹۰ است و درعمل، مقداری در خور توجه است. مقدار آماره هاسمر لم شو برابر با ۷/۵۸۴ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۴۷۵ است که کفایت داده‌ها را برای برازندگی الگو نشان می‌دهد. درنهایت، نتایج حاصل از برآورد الگو (۳) در جدول

### جدول (۵) نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

$$\ln \left( \frac{p(omit=1)}{1-p(omit=1)} \right) = -5/46 - 13/16 E_{it} - 0/54 Size_{it} + 5/91 ROA_{it} - 0/24 Growth_{it} + 11/13 LEV_{it} - 1/29 RE_{it}$$

متغیرها	ضرایب	آماره والد	درجه آزادی	سطح معنی داری
رقابت در بازار	-۱۳/۱۶	۴/۷۳	۱	۰/۰۳۰
اندازه شرکت	-۰/۵۴	۱/۸۲	۱	۰/۱۷۷
بازده دارایی‌ها	۵/۹۱	۳/۱۳	۱	۰/۰۷۷
فرصت‌های رشد	-۰/۲۴	۳/۰۱	۱	۰/۰۸۳
اهرم مالی	۱۱/۱۳	۲۸/۸۲	۱	۰/۰۰۰
چرخه عمر	-۱/۲۹	۱۰/۴۵	۱	۰/۰۰۱
مقدار ثابت	-۵/۴۶	۴/۱۰	۱	۰/۰۴۳

## نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف از این پژوهش، بررسی رابطه رقابت در بازار با سیاست‌های تقسیم سود است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین رقابت در بازار و سود تقسیمی، رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین رقابت در بازار با افزایش سود تقسیمی نیز رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. از طرفی بین رقابت در بازار و حذف سود تقسیمی، رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. این نتایج مطابق با نظریه پیامد و نظریه شکار است که هی (۲۰۱۲)، گرولن و میچائیلی (۲۰۱۲) و دینگک (۲۰۱۱) مطرح کرده‌اند. به عبارتی، نتایج نشان می‌دهد سیاست‌های تقسیم سود، پیامد رقابت شدیدتر در بازار محصول است؛ یعنی رقابت شدید در بازار مانند یک سیستم قانونی قوی عمل می‌کند که مدیران را مجبور خواهد کرد وجه نقد بیشتری بین سهامداران توزیع کنند؛ زیرا ریسک و هزینه سرمایه‌گذاری بیش از حد، بالا است. نتایج پژوهش، مغایر نتایج پژوهش انواری رستمی و همکاران (۱۳۹۲) است. از طرفی طبق نتایج، بین متغیر کنترلی بازده دارایی‌ها و سود تقسیمی، رابطه مثبت و معنی‌داری مشاهده شد که حاکی از مطابقت یافته‌های پژوهش حاضر با مطالعات چانگک و ری (۱۹۹۰)، اوسوبوو و دنیس (۲۰۰۸) و ال نجار (۲۰۰۹) است. همچنین بین متغیر کنترلی اهرم مالی و سود تقسیمی، رابطه منفی و معنی‌داری مشاهده شد که این امر با مطالعات بیکر و همکاران (۲۰۰۱)، جی راپرن (۲۰۰۶) و جیو و نای (۲۰۰۹) مطابقت دارد. وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین متغیر کنترلی چرخه عمر و سود تقسیمی نیز مؤید مطالعات دی آنجلو و همکاران (۲۰۰۶) و بروکمن و آنلو (۲۰۰۹) است. در راستای پژوهش انجام شده و نتایج به دست آمده از آن برخی از پیشنهادها به شرح زیر بیان می‌شود:

از جمله مواردی که می‌تواند در تصمیم‌گیری مدیران از اهمیت در خور توجهی برخوردار باشد، تصمیم‌های مرتبط با خط مشی تقسیم سود است. در واقع دستیابی به اهداف بلندمدت و در کنار آن تأمین رضایت سهامداران، مستلزم تصمیم‌گیری صحیح مدیریت و تخصیص بهینه درآمدها در قالب سود تقسیمی و سود انباشته است. از این رو، پیشنهاد می‌شود مدیران در اتخاذ تصمیم‌های خود در زمینه سیاست تقسیم سود به تأثیر رقابت در بازار توجه لازم و کافی داشته باشند. یکی از مهم‌ترین عواملی که سرمایه‌گذاران هنگام تعیین ارزش سهام شرکت‌ها به آن توجه می‌کنند، جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری است. سود تقسیمی یکی از جریان‌های نقدی است که از سرمایه‌گذاری در سهام به دست می‌آید و میزان آن براساس سیاست تقسیم سود تعیین می‌شود. از این رو، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران با توجه به تأثیر رقابت در بازار، وضعیت و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را ارزیابی و تحلیل کنند و براساس آن شرکت‌های مطلوب را برای سرمایه‌گذاری خود انتخاب کنند. به عبارتی پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران، علاوه بر سیاست تقسیم سود به وضعیت شرکت در بازار، توان بازار و سهم بازار شرکت و رقبا توجه کنند. با توجه به تأیید نظریه پیامد و شکار، رقابت و سود تقسیمی رابطه مثبت و معنی‌داری دارند. پیشنهاد می‌شود دست‌اندرکاران و مسئولان سازمان بورس اوراق بهادار به نقش و کارکردهای مهمی که رقابت در بازار می‌تواند بر بازار سرمایه داشته باشد، توجه بیشتری کنند. براین اساس لازم است سازمان بورس اوراق بهادار، سازوکارهای لازم برای رقابتی‌تر شدن بازارها را فراهم کند؛ به عبارت دیگر، با توجه به اهمیت سود تقسیمی و همچنین یافته‌های این پژوهش

- Applied Accounting Research*, vol. 10 No. 1, pp. 4-19.
- [4] Anil K., and S. Kapuor. (2008). Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol.15 pp.63-71.
- [5] Anvary Rostamy, A; Etemadi, H & Movahed Majd, M. (2014). Investigation of the Impact of Product Market Competition on Dividend Policies. *Asset Management & Financing*, Vol 2, pp 1-18.
- [6] Baker, H.K., Farrelly, G.E., and R.B., Edelman. ( ). Factors Influencing on Dividend Policy of Nasdaq firms. *Financial Review*, Vol. 38, pp.19-38.
- [7] Baker. H.K. Powell., G.E. And veit. (2005). Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy. *Journal of Economics and Finance*, Volume 26, No 3.
- [8] Barecly, M., Holderness, C. and Sheehan, D. (2006). Dividends and Corporate Shareholders. *Working Paper, University of Rochester*.
- [9] Beiner, S. (2001). Theories and Determinants of Dividend Policy. *Journal of Corporate Finance*, vol. 10 No.1, pp.29-40.
- [10] Bikker, J., Haff, K. (2002). Measure of competition and concentration in the banking industry .Central bank of the Netherlands. *Journal of Economic & financial modelling*. , vol. 10 No. 1, pp. 29-40.
- [11] Blau, B., Fuller, K. (2008). Flexibility and dividends . *Journal of Corporate Finance*., vol.14, pp. 133-152.
- [12] Bolton, P., and Scharfstein, D. (1990). A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting . *American Economic Review*., vol.80, pp. 93-106.
- [13] Brockman, P., and E. Unlu. (2009). Dividend Policy, Creditor Rights, and the Agency Costs of Debt . *Journal of Financial Economics*., Vol.92, pp.276-299.
- [14] Chang, R.P. and Rhee, S.G. (1990). The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions . *Financial Management*. Vol. 19 No. 2 ,pp. 21-31.
- [15] Chay, J. B., and Jungwon, S. (2009). Payout policy and cash-flow uncertainty .

در مورد بیشتر بودن سود تقسیمی در بازارهای رقابتی تر، پیشنهاد می شود مسئولان کشور و بورس اوراق بهادار، زمینه افزایش رقابت را در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فراهم کنند. این امر موجب افزایش سود تقسیمی، کاهش مسائل نمایندگی ناشی از وجوه نقد آزاد و ترغیب سرمایه گذاران به انجام سرمایه گذاری های مولد می شود و اقتصاد کشور را رونق می دهد. پیشنهاد می شود سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان نهاد قانون گذار، در راستای کاهش مسائل نمایندگی و حمایت از حقوق سهامداران و سرمایه گذاران، در تدوین قوانین و مقررات مربوط به حاکمیت شرکتی و انجام امور نظارتی، به شرکت هایی که در بازارهای کمتر رقابتی فعالیت می کنند، توجه بیشتری معطوف دارد و قوانین نظارتی بیشتری را برای شرکت های مزبور در نظر گیرد. همچنین پیشنهاد می - شود سرمایه گذاران و سهامداران شرکت هایی که در بازارهای کمتر رقابتی مشغول به فعالیت هستند، نظارت بیشتری بر مدیران و نمایندگان خود داشته باشند؛ زیرا به نظر می رسد در چنین شرکت هایی مسائل نمایندگی بیشتری نسبت به شرکت هایی که در بازارهای رقابتی فعال هستند، وجود دارد که این خود اثری معکوس بر ارزش شرکت خواهد داشت.

## منابع

- [1] Aivazian, V., Booth, I., and Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?. *Journal of Financial Research*, Vol. 26 No. 3, pp. 87-371.
- [2] Allen, F., and Gale, D. (2000). Corporate governance and competition. In corporate governance theoretical and empirical perspective. *Cambridge University press, Cambridge*.
- [3] Al-Najjar, B. and Hussaianey, A. (2009). The association between dividend payout and outside directorship. *Journal of*

- the UK *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. Vol.24, pp. 113-126.
- [26] He, W. (2012). Agency Problems, product market competition and Dividend Policy in Japan <http://papers.ssrn.com/sol3/papers>, *Journal of Accounting and finance*.
- [27] Izadinia, N & Alinaghian, N. (2011). Identification Effective Factors on Dividend by Logit Model. *Financial Accounting Researches*, Vol 1, pp 21-38.
- [28] Jacquemin, A. (1987). The New Industrial Organization; Market Forces and Strategic Behavior *Cambridge, the MIT Press*.
- [29] Jagannathan, R., and Srinivasan, S. (2000). Does Product Market Competition Reduce Agency Costs? *Working Paper, National Bureau of Economic Research, Cambridge (MA)*, Available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=227593](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=227593). [Online] [27 January 2000].
- [30] Jahankhani, A & Qorbani, S. (2005). Identification of determinant of dividend policy in the firms Listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Research*. N 20, pp 27-48.
- [31] Jensen, M., and Meckling, W. (1976). Theory of the firms: managerial behaviour, agency cost, and capital structure *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, pp.305-360.
- [32] Karami, GH & Eskandar, H. (2009). Stockholders Combination and Dividend Policy. *Accountant Journal*. N 207, pp 53-57.
- [33] Khodadad kashi, F. (2010). *Econometrics, Theory and application*. Tehran: Samt Publications, Vol 1.
- [34] Khodadadi, V & Aghajari, V. (2009). Investigating the Relationship between Ownership Structure and Company Dividend policies in Iran. *Financial Accounting*, Vol 1, pp 106-126.
- [35] Khodamipour, A; Houshmand Zaferanie, R & Deldar, M. (2013). Investigation into Effective Tax Rate Impact on Dividend Policy in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of tax research*, Vol 21, N 17, pp 31-55.
- [36] Kowalewski, O., and Talavera, O. (2007). Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. *Warsaw School of Economics, Available at ssrn 2007*.
- Journal of Financial Economics*., Vol.93, pp.88-107.
- [16] Choi, J., Jeffrey, S., Russell, and ASCE, M. (2005). Long Term Entropy and Profitability Change of United States Public Construction Firms. *JOURNAL OF MANAGEMENT IN ENGINEERING*. pp. 17-25.
- [17] DeAngelo, H., L. DeAngelo, and Stulz, R. (2006). Dividend Policy and the earned/contributed capital mix: a test of the lifecycle theory. *Journal of Financial Economics*. Vol. 81, pp.227-245.
- [18] Ding, N. (2011). The Evolving Relation between Market Competition and Corporate Payout Policy. School of Banking and Finance, Australian School of Business University of New South Wales. A thesis submitted in partial fulfilment of the requirements of the degree of Master of Philosophy in Finance at The University of New South Wales.
- [19] Doukas, J.A., Mcknight, P. J., and Pantzalis, C. (2005). Security Analysis, Agency costs and UK Firm Characteristics. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 14, pp. 493-507.
- [20] Ebrahimi, M. (2011). *Investigating the Relationship between Market Competition and Capital Structure of the firms listed on the Tehran Stock Exchange*. Master Ph.D. Thesis. University of Bahonar. Kerman.
- [21] Gilson, R. J., and M. J. Roe. (1993). Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between corporate governance and industrial organization. *The Yale Law Journal*. Vol.102, pp. 871-906.
- [22] Gonzalez, M., and Zamudio, L. (2007). Dividends as a signalling mechanism: the case of illiquid stock markets. *IMA Journal of Management Mathematics*., No.18, pp.75-84.
- [23] Grullon, G., and R, Michaely. (2012). Corporate payout policy and product market competition. *Working paper (Cornell University)*. Available at WWW. SSRN.COM
- [24] Guo, J., and Ni, J. (2009). Institutional Ownership and Firm's Dividend Policy. *Journal of Business Finance & Accounting*., Vol. 5, No. 2, pp.128-136.
- [25] Hart, P. E. (1982). Entropy, Moments, and Aggregate Business Concentration in

- of Dividend Policy *Journal of Financial Economics*, Vol.89 pp.62° 82.
- [48] Pourabadollahan Covich, M; Mohamadzadeh, P; Fallahi, F & Hekmati Farid, S. (2014). Concentration in the Iranian Cement Industry. *Applied Economic Research*, Vol 1, issue 2, pp 71-88.
- [49] Pronsit, J., yixi, N. (2006). Dividend policy, Shareholders Rights, and corporate governance . *Pennsylvania State Uninersity, Available at ssrn 2006*.
- [50] Ronny, M., Murinde, V., Christopher, J., Green. (2012). Diidend policy and business groups: Evidence from India firms . *International Review of Economics and Finance*. Vol. 21, pp. 42-56.
- [51] Rozeff, M. (1992). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of dividend Payout Rations . *The Journal of Financial Research*. Vol. 5 No.3, pp. 249-259.
- [52] Sadeghi shahdani, M; Chavoshi, k & Mohseni, H. (2012). Investigating of the relationship between capital structure and market structure in the Tehran Stock Exchange. *Economic Modeling Research*. N 9, pp 21- 49.
- [53] Setaiesh, M & Kazem Nejad, M. (2010). The Effects of Ownership Structure and Board Composition on the Dividend Policy of the Listed Firms in Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Accounting knowledge*, Vol 1, N 1, pp 29-51.
- [54] Shahchera, M & Arbabin, sh. (2013). Investigating of the Relationship between Financial Centralization and Constancy in the Banking System of Iran, *the First National Conference of Development of Banking and Monetary Management*.
- [55] Thanatawee, Y. (2011). Ife-cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand . *International Journal of Financial Research*. Vol.2, pp. 52-60.
- [56] Theil, Henri. (1967). Economics and Information Theory .Amsterdam: North-Holland Publishing Company.
- [37] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world *Journal of Financial*. Vol. 55 No. 1, pp.1-33.
- [38] Lintener, J. (1956). Distridution of incomes of corporations among dividends, retained earning, and taxes .*American Economic Review*. Vol. 46, pp. 97-133.
- [39] Lipson, M., Macqueira, C., Megginson, W. (1998). Dividend initiation and earning surprises. *Journal Financial Management*, Vol. 34, pp 411-433.
- [40] Mayer, T., Marc, J., Melitz, and Gianmarco, I., and Ottaviano, P. (2014). Market Size, Competition, and the Product Mix of Exporters . *American Economic Review* 2014. Vol.104 No. 2, pp. 495° 536.<http://dx.doi.org/10.1257/aer.104.2.495>
- [41] Memar Nejad, A; Khataei, S & Hoseini, sh. (2009). Evaluation of Structure and Performance of Automobile Industry in Iran. *Journal of Economical Modeling*. Vol 3. Issue 10, pp 103-120.
- [42] Mitton, T. (2004). Corporate Governance and dividend policy in emerging markets . *Emerging Markets Review*. Vol 5, pp. 406-426.
- [43] Moradi, J; Vlipour, H & musavi, S. (2011). Dividend Policy from Agency Theory Viewpoint. *Accounting and Auditing Research*. N 12. Pp 1-11.
- [44] Naceur, S., Goaied, M., and Belanes, A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy . *International Review of Finance*. Vol. 6 No.1, pp. 1° 23.
- [45] Nissan, E. (1996). Cncentration in American Property-Csualty Companies. *Journal of Actuarial Practice*". Vol. 4 No. 1.
- [46] Nissan, E.( 2003). Relative Market Power versus Concentration as Measure of Market Dominance: Property and Liability Insurance . *Journal of Insurance Issues*, 2003. Vol.26 No. 2, pp. 129° 141.
- [47] Osobov, I., and Denis, D., and David, J. (2008). Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants