

سرمایه گذاران نهادی، سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت

فرزین خوشکار^۱

محسن نیک جو^۲

پریسا عابدینی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۹/۱۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۱۰/۱۵

چکیده

ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آنها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه گذاری و قیمت سهام اهمیت به سزایی دارد. هدف این پژوهش بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی با سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت می باشد. پژوهش انجام شده از نظر نوع هدف، جزء پژوهش های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی علت و معلولی هست. انجام پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت گرفته و برای تجزیه و تحلیل فرضیه ها از تحلیل پانلی کمک گرفته شده است. برای جمع آوری اطلاعات، از داده های ۱۵۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۹ استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می دهد بین نسبت مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. همچنین بین نسبت مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

کلمات کلیدی

سرمایه گذاران نهادی، سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت

۱. استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.
۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.
۳. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

۱- مقدمه

بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت‌های مالی منتشره اتکا می‌کنند. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران حرفه‌ای عمده قرار دارد که برخلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزش از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد. با توجه به اینکه سهامداران نقش اساسی در نظام راهبردی شرکت می‌توانند داشته باشند. لذا ترکیب مختلف آنها در شرکت‌ها می‌تواند اثرهایی متفاوتی بر عملکرد شرکت‌ها و همچنین نحوه انعکاس اطلاعات شرکت در بازار و تقارن اطلاعات شرکت داشته باشد؛ بنابراین با توجه به نوع مالکیت، نحوه نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت‌ها نیز می‌تواند متفاوت باشد. (عنایت پور شیاده و همکاران، ۱۳۹۹). در طول ۳۰ سال گذشته، سرمایه‌گذاران نهادی^۱ به سرعت در سیستم مالی جهانی توسعه یافته و به یک نیروی مهم در بازار سرمایه هم در کشورهای توسعه یافته و هم در بازارهای نوظهور تبدیل شده‌اند. در ایالات متحده، نسبت کل سهام موجود توسط سرمایه‌گذاران نهادی از ۶٫۱٪ در سال ۱۹۵۰ به ۶۱٫۲٪ در سال ۲۰۰۵ افزایش یافته است. در اتحادیه اروپا، دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاران نهادی در هشت سال به میزان ۱۵۰٪ افزایش یافته است (ژوانگک^۲، ۲۰۱۷). در ایران نیز سهم سرمایه‌گذاران و مالکیت نهادی در بازار بورس تهران بسیار چشمگیر است.

نتایج تجربی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی بر افزایش سطح پرداخت سود نقدی شرکت مؤثر هستند و به کاهش هزینه‌های نمایندگی و استفاده ناکارآمد از جریان نقدی آزاد کمک می‌کند. بسیاری از نتایج تحقیقات موجود نشان می‌دهد که سهام سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را به میزان قابل توجهی افزایش دهد، چراکه آنها به منظور کنترل رفتار مشکلات نمایندگی و کاهش ریسک در نظارت و مدیریت بر عملیات روزانه شرکت مشارکت فعال خواهند داشت (ازمی و همکاران^۳، ۲۰۲۱).

همچنین رابطه بین مالکیت نهادی و سیاست پرداخت سود سهام را می‌توان با استفاده از چارچوب تئوری نمایندگی توصیف کرد. سیاست تقسیم سود موضوعی حساس برای مدیران شرکت و سهامداران است. مدیران باید تعادلی بین نسبت سود به سهم به عنوان سود سهام برقرار کنند تا اعتماد سهامداران حفظ شود و به عنوان سود انباشته برای توسعه شرکت حفظ شود. (هانادی^۴، ۲۰۲۱). به طور کلی، سهامداران بزرگ، به ویژه مؤسسات مالی، سود سهام نقدی را ترجیح می‌دهند؛ بنابراین تصمیمات مدیران تحت تأثیر این سهامداران قرار می‌گیرد تا منافع خود را برای به حداکثر رساندن بازده سهام خود هماهنگ کنند (مولوی^۵، ۲۰۲۱)؛ این نفوذ معمولاً در شرکت‌هایی حاصل می‌شود که تمرکز مالکیت بالایی دارند. با این حال، شرکت‌هایی با سهامداران پراکنده ممکن است به تنهایی یا به طور جمعی قدرت رأی کافی برای تأثیرگذاری بر تصمیمات مدیران در مورد سیاست تقسیم سود به دلیل منافع سهامداران مختلف نداشته باشند (کی و

¹ Institutional Investors

² Xiong

³ Azmi

⁴ Hanady

⁵ Moloi

چن^۱، ۲۰۲۰). همچنین طبق نظر جنسن (۱۹۸۶)، ممکن است تضاد منافع بین سهامداران خارجی و مدیران داخلی وجود داشته باشد که سعی می‌کنند از منابع شرکت سوءاستفاده کنند که تضاد نمایندگی را ایجاد می‌کند؛ در این شرایط هزینه نمایندگی برای کاهش این تعارض متحمل می‌شود. (نوید^۲، ۲۰۲۱) ادبیات نشان می‌دهد که تعارض نمایندگی را می‌توان با پرداخت سود سهام بالاتر یا با یک مکانیسم نظارت مؤثر کاهش داد (چانگ^۳ و همکاران^۴، ۲۰۱۶). با توجه به اهمیت ارزش شرکت و دریافت سود تقسیمی برای سهامداران در این تحقیق با رابطه میان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداخت می‌شود.

۲- ادبیات و پیشینه تحقیق

ارزش شرکت

ارزش به مفهوم رغبت و تمایل یک شخص به صرف نظر کردن از چیزی به منظور کسب یک چیز به خصوص دیگر است. موضوع‌های اقتصادی اغلب به صورت ارزش‌های پولی بیان می‌شود و از آنجا که حسابداری به ارائه اعداد و ارقام می‌پردازد می‌تواند اطلاعات سودمندی را در این رابطه در اختیار استفاده‌کنندگان قرار دهد. (کاظمی منش و دستگیر، ۱۳۹۹). ارزش یک شرکت یک اندازه‌گیری برای کل یک شرکت است که اغلب به عنوان یک جایگزین جامع‌تر برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد. ارزش شرکت در محاسبه خود شامل بازار یک شرکت و همچنین بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت و همچنین هرگونه وجهی در ترازنامه شرکت می‌شود (دانگ و همکاران^۴، ۲۰۱۹). از آنجا که هدف اصلی شرکت‌ها به حداکثر رساندن حقوق صاحبان سهام است. مدیریت جهت نیل به این هدف همواره در جستجوی متغیرها و محرک‌ها است که در افزایش ارزش بازار سهام و به تبع در افزایش ارزش حقوق صاحبان سهام نقش مؤثری ایفا می‌کنند. محور قرار گرفتن مفهوم "ارزش و ارزش آفرینی" به بنگاه‌های اقتصادی کمک خواهد کرد تا در شرایط جدید اقتصادی بتوانند استراتژی‌های مناسب را برای حفظ مزیت رقابتی و توسعه پایدار اتخاذ کنند. مفهوم ارزش آفرینی در قالب "مدیریت مبتنی بر ارزش" اولین بار توسط ریمن مطرح گردید. از نظر کاپلن مدیریت مبتنی بر ارزش بر تصمیم‌گیری بهتر در تمام سطوح شرکت تأکید دارد و با ایجاد انگیزه در مدیران آنها را به سمت افزایش ارزش شرکت سوق می‌دهد. اگر شرکت در ایجاد ارزش، موفق باشد نه تنها سرمایه‌گذاران و افراد داخلی شرکت‌ها، بلکه در سطح وسیع‌تر، جامعه از ایجاد ارزش بهره‌مند خواهد شد. سنجش عملکرد در فرآیند تصمیم‌گیری با توجه به اهمیت نقش بازار سرمایه از مهم‌ترین موضوعات حوزه اقتصاد مالی است، پس کارکرد معیارهای مالی و اقتصادی به منظور ارزیابی عملکرد شرکت‌ها ضروری هست (پیرایش و پورزنجان، ۱۳۹۷).

سیاست تقسیم سود

موضوع سیاست تقسیم سود همواره به عنوان یکی از بحث‌برانگیزترین مباحث مالی مطرح بوده به طوری که علاقه اقتصاددانان بیش از پنج دهه اخیر را به خود معطوف کرده است؛ به طور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم

¹ Kien & Chen

² Naveed

³ Chang

⁴ Dang

نشان‌دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است. سیاست‌های تقسیم سود و تصمیم‌گیری درباره پرداخت سود و مقدار آن، موضوعی مهم در حوزه مدیریت شرکتی می‌باشد؛ زیرا مدیران باید تصمیم بگیرند چه میزان از سودهای شرکت را به منظور سرمایه‌گذاری مجدد و کاهش هزینه‌های تأمین مالی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری به میزان معقول نگهداری کنند و چه بخشی از آن را به عنوان سود تقسیمی اعلان کنند که البته توزیع سود منابع در دسترس برای سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد (کیقبادی و دامن کشیده، ۱۴۰۰).

سیاست تقسیم سود سهام تصمیمی است مبنی بر این که آیا سود حاصل از شرکت به عنوان سود سهام بین سهامداران توزیع می‌شود یا در قالب سود باقی‌مانده برای تأمین اعتبار سرمایه‌گذاری در آینده حفظ خواهد شد. در صورتی که شرکت تصمیم بگیرد سود را به عنوان سود تقسیمی توزیع کند، باعث می‌شود سود باقیمانده کاهش یابد و بیشتر منابع مربوط به کل بودجه داخلی یا تأمین اعتبار داخلی را کاهش دهد. برعکس، در صورتی که شرکت مجبور باشد سود خود را حفظ نماید، توانایی تشکیل صندوق داخلی نیز بیشتر خواهد شد. نسبت سود پرداخت سود سهام، میزان سود سهام پرداخت‌شده نسبت به سود خالص یا سود هر سهم است. از سویی، برخی از عوامل مهم که بر سیاست سود سهام تأثیر می‌گذارد از جمله در دسترس بودن بودجه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری متعلق به شرکت و ترجیح سرمایه‌گذاران به سود سهام یا سود سرمایه است، به این مفهوم که سرمایه‌گذاران در آمد را به عنوان سود سهام یا سود سرمایه ترجیح می‌دهند (افسری و همکاران، ۱۴۰۰).

سیاست تقسیم سود می‌تواند نشان‌دهنده واقعی و منصفانه بودن یا نبودن نتایج عملکرد مالی باشد. در واقع، مدیران زمانی به پرداخت سود تمایل نشان می‌دهند که از دست‌کاری نشدن سودها اطمینان حاصل نموده و کاهش سودهای تقسیمی در آینده غیرمحتمل باشد. (برونزل^۱، ۲۰۱۴).

سرمایه‌گذاران نهادی

مالکیت نهادی به مجموع درصدی از سهام شرکت اطلاق می‌شود که متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های مادر، سازمان‌ها و نهادها و شرکت‌های دولتی است. سرمایه‌گذاران نهادی با جمع‌آوری اطلاعات در خصوص تصمیم‌های مدیریت به‌طور ضمنی و از طریق اداری نحوه‌ی عملکرد شرکت به شکل صریح، بر شرکت نظارت می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی از فرصت، منابع و توانایی نظارت، نظم و تأثیر بر مدیران برخوردارند. نظارت بر شرکت‌ها از طریق سرمای‌گذاران نهادی می‌تواند مدیران را برای توجه بیشتر بر عملکرد شرکت و توجه کمتر به رفتار فرصت‌طلبان یا خدمت به خود وادار کند (خدادادی و همکاران، ۱۳۹۳). با ایجاد شرکت‌های سهامی بزرگ و حضور گسترده سرمایه‌گذاران فعال در بازارهای سرمایه، به تدریج با منسجم‌تر شدن بازار سرمایه کشورها، مالکیت سهام شرکت‌ها از افراد به نهادها انتقال یافت و این مبنایی برای شکل‌گیری سهامداران نهادی گردید. در این میان آنچه بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حاکمیت در سازمان‌ها و همچنین عملکرد آنها می‌تواند داشته باشد. سهامداران نهادی

¹ Brunzell

دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران به‌طور مستقیم از طریق مالکیت و به‌طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود می‌باشند و تأثیر مستقیم یا غیرمستقیم سهامداران نهادی می‌تواند بسیار بااهمیت باشد مالکیت نهادی به‌عنوان یک عامل حاکمیتی مهم و مؤثر در شرکت‌های بورسی، مطرح است. دو انگیزه مهم سرمایه‌گذاران نهادی برای مدیریت سبد سهام خویش، عبارت است از: مسئولیت‌های امانتی و عملکرد سرمایه‌گذاری بالاتر (پور زمانی و خریدار، ۱۳۹۲).

پیشینه تحقیق

ازمی و همکاران (۲۰۲۱) در بررسی رابطه مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت در مالزی نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی در مالزی نقش مهمی در افزایش ارزش شرکت ایفا می‌کنند. این مطالعه بیان می‌کند همه انواع سرمایه‌گذاران نهادی در مالزی نقش خود را به‌عنوان یک ناظر خارجی حاکمیت شرکتی به‌درستی ایفا می‌کنند. وجود این سرمایه‌گذاران می‌تواند حکمرانی بهتری را حاکم کند و ارزش شرکت را افزایش دهد. نوید^۱ (۲۰۲۱) در بررسی تأثیر سهام نهادی بر سیاست پرداخت سود سهام صندوق‌های مشترک اسلامی در پاکستان و مالزی نشان می‌دهد که مالکیت نهادی تأثیر مثبتی بر سیاست پرداخت سود سهام صندوق‌های مشترک اسلامی در هر دو کشور دارد که با فرض تئوری نمایندگی مطابقت دارد. پریا و همکاران^۲ (۲۰۲۱) در بررسی تأثیر ساختارهای مالکیت را بر سیاست تقسیم بازار سهام بورس نشان داد ساختار مالکیت مدیریتی و خارجی هیچ ارتباطی با سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ندارد. در مقابل، نتیجه رابطه منفی بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در آفریقای جنوبی را نشان می‌دهد. علاوه بر این، اندازه شرکت و سودآوری رابطه مثبتی با سیاست تقسیم سود دارند. ایلیاس^۳ (۲۰۲۱) شواهد محکمی پیدا کرد که برخلاف سرمایه‌گذاران نهادی داخلی که بر ارزش دارایی‌های نقدی مازاد تأثیر نمی‌گذارند، سرمایه‌گذاران نهادی خارجی به‌طور مثبت بر سهم دارایی‌های نقدی اضافی در ارزش شرکت تأثیر می‌گذارند. اثر مثبت بر ارزش مازاد وجه نقد عمدتاً توسط مؤسسات خارجی مستقر در کشورهایی با حاکمیت قوی و حمایت از سرمایه‌گذاران بالا هدایت می‌شود. علاوه بر این، این اثر در شرکت‌هایی که احتمال کمتری برای داشتن محدودیت‌های مالی دارند، قوی‌تر است. سینادورای و همکاران^۴ (۲۰۲۱) در بررسی ارتباط بین سیاست تقسیم سود و سهام شرکت‌های دولتی به رابطه مثبتی دست یافتند البته آنها معتقدند که این حمایت عمدتاً از شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی با کیفیت پایین سرچشمه می‌گیرد. ژيونگک (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان سرمایه‌گذاران نهادی، سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی ارزش شرکت را با افزایش پرداخت سود نقدی بهبود می‌بخشند. نتایج تجربی این مقاله نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی به بهبود حاکمیت شرکتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کنند.

کیقبادی و دامن کشیده (۱۴۰۰) در بررسی تأثیر تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود بر عملکرد مالی و ساختار سرمایه بانک‌ها، نشان دادند در شرکت‌های سهامی عام ساختار مالکیت می‌تواند پراکنده وجود تعداد زیادی از سهامداران کوچک یا متمرکز وجود تعداد کمی از سهامداران عمده باشد. زمانی که مالکیت در دست سهامداران عمده است،

¹ Naveed

² Peerbhai

³ Ilyas

⁴ Sinnadurai

سیستم کنترل متمرکز و زمانی که مالکیت توزیع شده باشد، سیستم کنترل نامتمرکز خواهد بود. از آنجایی که تمرکز مالکیت، به عنوان یک تعیین کننده با اهمیت سازوکار حاکمیت شرکتی مشاهده شد، به نظر می رسد هویت مالکان کنترل کننده نقش اساسی در رابطه با مالکیت - عملکرد داشته باشد. حسینی و همکاران (۱۳۹۹) در بررسی ساختار مالکیت و سیاست های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک نشان دادند که مالکیت خانوادگی بر سودآوری تأثیر مثبت و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر سودآوری شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. عنایت پورشیاده و همکاران (۱۳۹۹) در بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر ارزش و ریسک شرکت دارد. تقی زاده خانقاه و بادآور نهندی (۱۳۹۴) در بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادلات هم زمان نشان دادند بین اهرم مالی و مالکیت مدیریتی شرکت ها و همچنین، بین سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی شرکت ها و نیز، بین سیاست تقسیم سود و اهرم مالی شرکت ها رابطه متقابل منفی وجود دارد. اعتمادی و همکاران (۱۳۹۳) در آزمون نظریه های اصلی تقسیم سود با تأکید بر نقش سهامداران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند مطابق با نظریه سلسله مراتبی، سیاست تقسیم سود شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی با عدم تقارن اطلاعاتی دارد. همچنین، در تأیید نظریه های سلسله مراتبی، علامت دهی، توازن ایستا و نظریه نمایندگی، یک رابطه منفی بین سیاست های سود سهام و وابستگی مالی خارجی وجود دارد. یافته ها نشان می دهد که سیاست تقسیم سود شرکت های دارای درصد سهامدار نهادی بالا، در مقایسه با شرکت های دارای سهامدار نهادی پایین، حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی نشان می دهد. همچنین، با رد نظریه چرخه عمر در بورس اوراق بهادار تهران، نتایج این پژوهش گویای آن است که رابطه معناداری بین عمر شرکت و سیاست های تقسیم سود وجود ندارد. رضایی و همکاران (۱۳۹۰) در بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند از بین متغیرهای ساختار مالکیت، مالکان نهادی و سهام شناور آزاد ارتباط معنی دار با سود تقسیمی دارند و همچنین تأثیر تعاملی ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف معنی دار و متفاوت می باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می تواند اثر تعدیل کننده ای بر رابطه بین متغیرهای ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود داشته باشد.

۳- چارچوب نظری و فرضیات تحقیق

اکثر مطالعات درباره ساختار مالکیت و ارزش شرکت از نظریه نمایندگی به عنوان مبنای اساسی گزاره های تحقیقاتی به دلیل مالکیت و کنترل متمایز بین مدیران و سهامداران استفاده می کنند. تضاد منافع در ساختارهای مالکیت زمانی اتفاق می افتد که منافع سهامداران عمده منافع سهامداران اقلیت را تضعیف کند. ظهور سرمایه گذاران نهادی نقش مؤثری در کاهش مشکلات نمایندگی و هزینه های بین سهامداران و شرکت ها ایفا می کند. از طریق فرآیند نظارت، سهامداران نهادی قادر به کاهش مشکلات نمایندگی با حفاظت از منافع سهامداران اقلیت ترویج حکمرانی خوب و افزایش ارزش

شرکت هستند (موسلام^۱، ۲۰۱۹)؛ بنابراین سرمایه‌گذاران نهادی نقش مهمی را به‌عنوان یک ناظر خارجی برای ترویج حکمرانی خوب برای حفظ ارزش شرکت ایفا می‌کنند. همچنین وجود سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان سهامدار می‌تواند مشکل نمایندگی و هزینه‌های ناشی از رابطه سهامدار و مدیر را کاهش دهد (ازمی و همکاران، ۲۰۲۱). هر چه نسبت سهام سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر باشد، رابطه بین ارزش شرکت و سهام سرمایه‌گذاران نهادی نزدیک‌تر است. (ژوانگ، ۲۰۱۷) سرمایه‌گذاران نهادی از ابزارهای مختلفی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس استفاده می‌کنند تا تأثیر مثبتی بر ساختار حاکمیت داشته باشند تا از مزایای طولانی مدت حاکمیت برخوردار شوند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند رفتارهای آزادانه را کاهش دهند و انگیزه و توانایی نظارت بر شرکت را داشته باشند. در نتیجه فرضیه اول به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه اول: بین نسبت مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

دیدگاه‌های متفاوتی در مورد چگونگی تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت وجود دارد. دو دیدگاه غالب عبارت‌اند از نظریه نمایندگی و نظریه علامت‌دهی^۲. بر اساس تئوری نمایندگی، سهامداران نهادی شرکت‌ها را برای پرداخت سود سهام تحت فشار قرار می‌دهند؛ زیرا مدیران ممکن است این وجه نقد آزاد را به خطر بیناندازند. به‌عبارت‌دیگر، سهامداران نهادی ترجیح می‌دهند جریان‌های نقدی آزاد را در قالب سود نقدی توزیع کنند تا هزینه‌های نمایندگی مربوطه را کاهش دهند و مدیران را به دلیل موقعیت تأثیرگذارشان مجبور به تقسیم سود کنند. با توجه به این مفروضات، با توجه به اینکه سود انباشته منع تأمین مالی داخلی است، پرداخت سود سهام می‌تواند منجر به کاهش نقدینگی و تأمین مالی خارجی شود. (فولادی و فرهادی، ۲۰۲۰). نتایج این تحقیقات از "فرضیه نظارت مؤثر"^۳ پشتیبانی می‌کنند، یعنی سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند ارزش شرکت را از طریق نظارت فعال بر رفتار مدیریت و سهامداران عمده افزایش دهند. از یک طرف، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند در تصمیم‌گیری سیاست تقسیم سود برای کاهش جریان نقدی آزاد تحت کنترل مدیریت، کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش ارزش شرکت کنند. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند برای افزایش شفافیت اطلاعات و افزایش ارزش بازار کسب‌وکار در حاکمیت شرکتی شرکت کنند.

همچنین بر اساس تئوری علامت‌دهی، سود سهام برای بازار حاوی اطلاعات جدیدی است و مدیران می‌توانند از سود سهام برای سیگنال دادن و رساندن اخبار خوب به سهامداران استفاده کنند. تئوری علامت‌دهی بیان می‌کند که با افزایش سود سهام، سرمایه‌گذاران نهادی به این نتیجه می‌رسند که مدیران به تداوم سودآوری آتی اعتماد کافی دارند. در این شرایط، سهامدارانی که پیش‌ازاین تصور می‌شد به‌اندازه مدیران از وضعیت مالی شرکت اطلاعی ندارند، نسبت به افزایش سود سهام واکنش نشان می‌دهند و ارزش بازار سهام را افزایش می‌دهند. با این حال، اگر مدیران معتقد باشند که سودآوری بلندمدت کاهش می‌یابد، سود نقدی را کاهش می‌دهند؛ بنابراین، سهامداران نهادی با معامله سهام شرکت با

¹ Musallam

² signaling theory

³ effective supervision hypothesis

ارزش کمتر پاسخ می‌دهند. (فولادی و فرهادی، ۲۰۲۰). در این رابطه اکبو و ورما^۱ (۱۹۹۴) نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی تمایل به پرداخت سود سهام از جریان نقدی آزاد شرکت دارند تا هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهند. ون و همکاران^۲ (۲۰۰۷) رابطه بین نسبت سهام سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست تقسیم سود را مورد مطالعه قرار دادند و دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی یک عملکرد نظارتی دارند و از رفتار مخرب سود سهام نقدی شرکت‌های بورسی جلوگیری می‌کنند. جین هوی لو^۳ (۲۰۱۳) نشان می‌دهد که اگر و تنها در صورتی که یک شرکت بورسی (به‌طور مستمر) سود نقدی (بالتر) اعطا کند، سهام سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند ارزش بازار شرکت را به‌طور قابل‌توجهی افزایش دهد و درعین حال، سهم سرمایه‌گذاران باید به سطح بالاتری برسد. نتایج مطالعات ژوانگ (۲۰۱۷) نیز نشان داد که افزایش نسبت مالکان نهادی منجر به بهبود سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در چین می‌شود. در نتیجه فرضیه دوم به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه دوم: بین نسبت مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد.

۴. روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها، از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره (استفاده از روش پانل با اثرات ثابت) و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها، از طریق نرم‌افزار تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین و پایگاه‌های اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است و برای تجزیه و تحلیل داده‌های از نرم‌افزارهای EViews9 استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران در یک بازه زمانی ۸ ساله طی دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۹ می‌باشد که با استفاده از روش حذف سیستماتیک و بعد از مدنظر قرار دادن معیارهای زیر تعداد ۱۵۲ شرکت به‌عنوان جامعه آماری انتخاب شدند؛

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۹ در بورس فعال باشد؛
۲. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی زمان تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد؛
۳. فعالیت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری، بانکداری، لیزینگ و نهاد مالی نباشد؛
۴. اطلاعات موردنیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد و
۵. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.

¹ Eckbo and Verma

² Wen

³ Jinhui Luo

۴. ۱ متغیرها و مدل تحقیق

متغیرهای وابسته؛ در این تحقیق ارزش شرکت و سیاست تقسیم سود می‌باشند که برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از شاخص کیوتوبین (TOBINQ) استفاده می‌شود و سیاست تقسیم سود (Dividend) از طریق میزان سود تقسیمی هر سهم شرکت تقسیم بر جمع دارایی‌های ابتدای دوره به ازای هر سهم به دست می‌آید.

متغیر مستقل؛ در این تحقیق عبارت است از مالکیت نهادی: (instown)؛ که برابر است با مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری تقسیم بر کل سهام منتشره شرکت.

همچنین تأثیر **متغیرهای کنترلی** زیر نیز بر این رابطه بررسی شده است:

اندازه شرکت؛ (SIZE): اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری جمع دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود...

اهرم مالی؛ (LEV): درآمد فروش سال جاری منهای درآمد فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) تقسیم سود خالص بر جمع حقوق صاحبان سهام

رشد فروش (Sales Growth): درآمد فروش سال جاری منهای درآمد فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل

فرضیه اول:

$$TOBINQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 instown_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 Sales$$

$$Growth_{i,t} + e_{i,t}$$

فرضیه دوم:

$$Dividend_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 instown_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 Sales$$

$$Growth_{i,t} + e_{i,t}$$

۵. یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول ۱، آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در طی زمان مورد بررسی نشان می‌دهد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

شاخص‌های پراکندگی			شاخص‌های مرکزی		نام و تعداد متغیرها	
بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانگین	میانه	علامت اختصاری	متغیرها
۵/۱۱	۰/۷۳	۰/۶۶	۱/۶۵	۱/۵۱	TOBINQ	ارزش شرکت
۱/۸۷	۰	۰/۳۱	۰/۶۱	۰/۵۹	Dividend	سیاست تقسیم سود
۹۸/۸۸	۰	۰/۳۳	۰/۵۹	۰/۶۹	instown	مالکیت نهادی
۲۰/۳۱	۱۰/۳۲	۱/۵۴	۱۴/۸۹	۱۴/۶۲	SIZE	اندازه شرکت
۰/۹۸	۰/۰۴	۰/۴۰	۰/۶۴	۰/۶۶	LEV	اهرم مالی
۱/۵۳	۰/۲۰	۰/۳۳	۰/۴۲	۰/۳۸	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
۶/۵۷	-۰/۷۱	۰/۴۶	۰/۲۶	۰/۲۰	Sales Growth	رشد فروش

آزمون نرمالیت

قبل از برازش مدل، نرمال بودن متغیر وابسته بررسی می‌شود. شایان ذکر است که نرمال بودن باقیمانده‌های مدل، شرط لازم برای اعتبار رگرسیونی است. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می‌شود:

H_0 : داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

H_1 : داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند.

جدول ۲. آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیرهای وابسته تحقیق

مقدار احتمال	مقدار Z کولموگوروف - اسمیرنوف	پارامترهای نرمال		متغیر
		انحراف معیار	میانگین	
۰/۰۰۶	۳/۴۳	۰/۶۶	۱/۶۵	TOBINQ
۰/۱۷۶	۰/۵۲	۰/۳۹	۰/۵۸	Dividend
۰/۰۰۰	۱۸/۴۳	۰/۳۳	۰/۶۱	
۰/۰۹۹	۰/۴۳	۰/۷۹	-۰/۱۹	

همان‌طور که در جدول ۲ مشاهده می‌کنیم، سطح معناداری برای متغیرهای وابسته، برابر ۰/۰۰۰ و کمتر از ۰/۰۰۵ است، بنابراین لازم است قبل از آزمون فرضیه‌ها نرمال‌سازی شود؛ اما پس از بکارگیری تابع انتقال جانسون، متغیر وابسته با سطح معنی داری بالاتر از ۰/۰۰۵ نرمال شده است و در ادامه از توزیع نرمال‌شده‌ی متغیرهای وابسته استفاده می‌شود.

انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم.

جدول ۳- آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن فرضیه اول

آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
آزمون F لیمر	۶/۶۵	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۶۵/۲۴	۰/۰۰۰

با توجه به جدول ۳ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول ۴- نتایج برآورد فرضیه اول تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
instown	۰/۰۲۳	۱۸/۴۱	۰/۰۰۰
SIZE	-۰/۱۴	-۱/۲۸	۰/۱۳۱
LEV	-۰/۰۶۱	-۷/۸۳	۰/۰۰۰
ROE	۰/۵۴	۲/۱۳	۰/۰۲۷
Sales Growth	۰/۰۷۳	۴/۶۱	۰/۰۰۰
C (مقدار ثابت)	۰/۱۵	۲/۳۱	۰,۰۲۷
مقدار F		۲۱/۲۴	مقدار احتمال F
ضریب تعیین (R ²)		۰/۳۶۷۱	دوربین واتسون
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۴۰۴	

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۴، سطح معنی داری آماره t مربوط به مالکیت نهادی کوچکتر از ۰/۰۵ بوده و برابر با (۰/۰۰۰) یعنی معنی دار هست و ضریب آن برابر با (۰/۰۲۳) و مقدار آماره t برای آن برابر با ۱۸/۴۱ هست که این مقادیر آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد؛ بنابراین می توان گفت که بین نسبت مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

انتخاب مدل

جدول ۵- آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن (فرضیه دوم)

آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
آزمون F لیمر	۸/۴۲	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۱۱۹/۵۴	۰/۰۰۰

با توجه به جدول ۵، مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول ۶- نتایج بر آورد فرضیه دوم

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
instown	۰/۱۷	۶/۳۲	۰/۰۰۰
SIZE	۰/۰۴۳	۲/۸۳	۰/۰۰۶
LEV	۰/۰۰۹	-۵/۵۹	۰/۰۰۰
ROE	۰/۰۵۳	۶/۴۱	۰/۰۰۰
Sales Growth	۰/۰۲۱	۴/۶۱	۰/۰۰۰
C (مقدار ثابت)	۰/۲۱	۲/۰۹	۰,۰۳۸
مقدار F		۱۸/۴۳	۰,۰۰۰
ضریب تعیین (R^2)		۰/۴۱۱۵	۱/۸۸
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۸۷۶	

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۶، سطح معنی داری آماره t مربوط به مالکیت نهادی کوچکتر از ۰/۰۵ بوده و برابر با (۰/۰۰۰) یعنی معنی دار هست و ضریب آن برابر با (۰/۱۷) و مقدار آماره t برای آن برابر با ۶/۳۲ هست که این مقادیر آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد؛ بنابراین می توان گفت که بین نسبت مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

ایجاد شرکت‌های سهامی بزرگ و حضور گسترده سرمایه‌گذاران فعال در بازارهای سرمایه، به تدریج با منسجم‌تر شدن بازار سرمایه کشورها، مالکیت سهام شرکت‌ها از افراد به نهادها انتقال یافت و این مبنایی برای شکل‌گیری سهامداران نهادی گردید. در این میان آنچه بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حاکمیت در سازمان‌ها و همچنین عملکرد آنها می‌تواند داشته باشد. هدف این پژوهش بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی با سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت بود؛ که به این منظور داده‌های ۱۵۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۹ مورد استفاده قرار گرفت.

نتایج فرضیه اول نشان داد بین نسبت مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. این امر تأیید کننده فرضیه نظارت کارآمد است که بیان می‌دارد که سرمایه‌گذاران نهادی، ابزارهایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیهی مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند را نیز دارا می‌باشند. به این معنی که سرمایه‌گذاران نهادی نقش مؤثری در کاهش مشکلات نمایندگی و هزینه‌های بین سهامداران و شرکت‌ها ایفا می‌کند و از طریق فرآیند نظارت، سهامداران نهادی قادر به کاهش مشکلات نمایندگی با حفاظت از منافع سهامداران اقلیت ترویج حکمرانی خوب و افزایش ارزش شرکت هستند. در نتیجه در شرکت‌هایی که در آنها سهم سهامداران نهادی بیشتر باشد می‌توان انتظار داشت که ارزش کیوتوین شرکت افزایش یابد. این نتیجه مطابق با یافته‌های ازمی و همکاران (۲۰۲۱)، (موسلام، ۲۰۱۹)، (ژوانگ، ۲۰۱۷) و عنایت پورشیاده و همکاران (۱۳۹۹) می‌باشد.

نتایج فرضیه دوم نشان داد بین نسبت مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. به‌طور کلی سهامداران نهادی ترجیح می‌دهند جریان‌های نقدی آزاد را در قالب سود نقدی توزیع کنند تا هزینه‌های نمایندگی مربوطه را کاهش دهند و مدیران را به دلیل موقعیت تأثیرگذارشان مجبور به تقسیم سود کنند. این موضوع نشان می‌دهد که سهامداران نهادی در شرکت‌های بورس، علاقه زیادی به انباشت سود ندارند و بیشتر به دنبال سود نقدی هستند. همچنین بر اساس تئوری علامت‌دهی، سود سهام برای بازار حاوی اطلاعات جدیدی است و مدیران می‌توانند از سود سهام برای سیگنال دادن و رساندن اخبار خوب به سهامداران استفاده کنند از آنجایی که سرمایه‌گذاران نهادی سهام بزرگی در شرکت دارند، معمولاً شخصی را برای نظارت مؤثر به هیئت‌مدیره می‌فرستند. این کار برای اطمینان از این است که شرکت‌ها در هیچ فعالیتی که برای سهامداران نهادی مضر است، مانند سوءاستفاده از وجوه مازاد، پاداش بیش‌ازحد مدیران و مدیریت سود درگیر نمی‌شوند همچنین به دلیل داشتن سهام قابل توجه، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند به هیئت‌مدیره دسترسی داشته باشند. در این صورت، آنها می‌توانند به‌طور مؤثر صدای خود را بلند کرده و در مورد مسائل مربوط به سود سهام روی دهند که در نتیجه می‌توانند خواهان دریافت سود تقسیمی بیشتری باشند. این نتیجه

هم‌راستا با یافته‌های نوید (۲۰۲۱) و سینادورای و همکاران (۲۰۲۱) و در تضاد با یافته‌های پریا و همکاران (۲۰۲۱) می‌باشد.

پیشنهادات برگرفته از نتایج تحقیق و پیشنهاد به محققان آتی

با توجه به نتایج، از آنجا که سهامداران نهادی قادر به کاهش مشکلات نمایندگی با حفاظت از منافع سهامداران اقلیت ترویج حکمرانی خوب و افزایش ارزش شرکت هستند و همچنین تمایل به پرداخت سود سهام از جریان نقدی آزاد شرکت دارند تا هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهند، به سرمایه‌گذارانی که ارزش شرکت و به‌خصوص شاخص کیوتوبین را به‌عنوان معیاری از عملکرد شرکت در نظر دارند و همچنین سرمایه‌گذارانی که خواهان دریافت سود تقسیمی هستند، پیشنهاد می‌شود که ساختار مالکیت شرکت‌ها و به‌خصوص حضور سهامداران نهادی را مورد توجه قرار دهند. همچنین پیشنهاد می‌شود که طی فرایندی، اطلاعات دقیق این سهامداران یعنی زنجیره‌های مالکیت بین این سهامداران در اختیار استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی قرار گیرد.

به علاوه برای مشخص شدن دقیق تفاوت میان سرمایه‌گذاران نهادی، پیشنهاد می‌شود که به تفکیک رابطه مالکیت مؤسسات مالی (بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و ...) بر ارزش شرکت (با دیگر معیارها مانند بازده دارایی‌ها) و سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار گیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود رابطه سرمایه‌گذاران خارجی در ساختار مالکیت شرکت‌ها با ارزش و سیاست تقسیم سود شرکت مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

۱. اعتمادی، حسین؛ انواری رستمی، علی اصغر و احمدیان، وحید (۱۳۹۳) آزمون نظریه‌های اصلی تقسیم سود با تأکید بر نقش سهامداران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، دوره ۶، ش ۳، ۱-۲۰
۲. افسری، نیما؛ ترابی، تقی؛ نیکومرام، هاشم و دارابی، رؤیا (۱۴۹۹) تبیین تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۱۰، ش ۶۹، ۳۷-۸۲
۳. پورزمانی، زهرا و خریدار، احسان (۱۳۹۲) تأثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال ششم، شماره بیستم، ۷۹-۸۹
۴. پیرایش، رضا و محمدپورزنجانی، مسعود (۱۳۹۷) بررسی رابطه عملکرد مالی و ارزش شرکت در بین شرکت‌های معدنی استان زنجان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، شماره ۷، ۱۰۳-۱۱۶.
۵. تقی زاده خانقاه، وحید و بادآور نهندي، یونس (۱۳۹۴) بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادلات هم‌زمان، حسابداری سلامت، دوره ۴، ش ۱۲، ۶۰-۸۶
۶. حسینی، مریم؛ گرجی زاده، داود و خان محمدی، محمد حامد (۱۳۹۹) ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ش ۴۰، ۱۰۰-۱۱۵

۷. خدادادی، ولی؛ رشیدی باغی، محسن؛ قربانی، رامین و کاویانی، مریم (۱۳۹۲) تأثیر ساختار مالکیت بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها"، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱، (۱)، ۹۳-۱۰۸
۸. رضایی فرزین، عیدان ترک‌زاده خدیجه، نصیری ناصر (۱۳۹۰) بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۱۶ زمستان ۹۰ سال چهارم ۷۹-۹۹
۹. عنایت پورشیاده، ابراهیم؛ قلی پور، مهدی؛ درخشان، جواد و فرقانی، ابوالقاسم (۱۳۹۹) بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۳، ش ۲۳، ۱۶-۲۸
۱۰. کاظمی منش، آذین و دستگیر، محسن (۱۳۹۹) تأثیر ارزش شرکت و سودآوری بر ریسک بازده سهام با تأکید بر سرمایه در گردش، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت دوره سوم بهار ۱۳۹۹ شماره ۲۴ (جلد ۴)
۱۱. کیقبادی، امیررضا و دامن کشیده، مرجان (۱۴۰۰) بررسی تأثیر تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود بر عملکرد مالی و ساختار سرمایه بانک‌ها، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۱۰، ش ۴۰، ۲۸۳-۳۰۳
12. Azmi, N., Fazrul Hanim Abd Sata, Norhidayah Abdullah (2021) INSTITUTIONAL INVESTORS OWNERSHIP AND FIRM VALUE: EVIDENCE FROM MALAYSIA, *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, Volume 16 Issue
13. Chang, K., Kang, E., & Li, Y. (2016). Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis. *Journal of Business Research*, 69(7), 2551e2559.
14. Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2019). Study the impact of growth, firm size, capital structure, and profitability on enterprise value: Evidence of enterprises in Vietnam. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 144-160.
15. Eckbo, B.E. and Verma, S. (1994) Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy. *Journal of Corporate Finance*, 1, 33-62. [http://dx.doi.org/10.1016/0929-1199\(94\)90009-4](http://dx.doi.org/10.1016/0929-1199(94)90009-4)
16. Fooladi, M., Maryam Farhadi (2020) The Effect of Institutional Investors on Dividend Payout, *Journal homepage: <https://ijaaf.um.ac.ir>* DOI: 10.22067/ijaaf.2019.39254
17. Hanady, B. (2021). The impact of ownership structure on dividend policy of listed firms in Jordan. *Cogent Business & Management*, 8(1), pp. 1-18.
18. Ilyas, M., Mian, R.U. and Safdar, N. (2021), "Institutional investors and the value of excess cash holdings: empirical evidence from Pakistan", *Managerial Finance*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/MF-05-2021-0201>
19. Kien, D. & Chen, Y.-P. (2020). Ownership Structure Impact on Dividend Policy of Listed Companies on Vietnamese Securities Market *Journal of Mathematical Finance* 10(2), pp. 223-241.
20. Luo, J.H. (2013) Institutional Investors, Cash Dividend Policy and Firm Value: Evidence from China. *Investment Research*, 1, 56-74.
21. Moloi, T.; Nharo, T. & Hlobo, M. (2021). The relationship between the characteristics of the board of directors and the dividend payment policies: case of the 40 companies listed on the JSE. *Journal of Academic Finance* 12(1), pp. 30-52. <https://doi.org/10.5281/zenodo.4994763>

22. Musallam, S. R. M., Fauzi, H., & Nagu, N. (2019). Family, institutional investors ownerships and corporate performance: The case of Indonesia Social Responsibility Journal, 15(1), 1-10.
23. Naveed, F (2021) Institutional shareholding and the dividend payout policy of Islamic mutual funds: Evidence from international Islamic funds industry, Borsa Istanbul Review Volume 21, Issue 2, June 2021, Pages 125-132
24. Peerbhai, Faezah., Bongumusa Gumede, Nompilo Shabangu (2021) The Impact of Ownership Structure on Firms' Dividend Policy: Evidence from JSE Listed Firms, ACTA UNIVERSITATIS DANUBIUS, Vol. 17, No.5, 2021
25. Sinnadurai, Philip., Ravichandran Subramaniam and Susela Devi (2021) The Influence of Government Shareholding on Dividend Policy in Malaysia, Int. J. Financial Stud. 2021, 9, 49. <https://doi.org/10.3390/ijfs9030049>
26. Wen, H.B. and Wu, S.N. (2007) Institutional Investors, Corporate Governance and Dividend Policy. China Accounting Review, 5, 367-380. (In Chinese)
27. Xiong, J.C. (2017) Institutional Investors, Dividend Policy and Firm Value—Evidence from China. Open Journal of Social Sciences, 4, 120-126. <http://dx.doi.org/10.4236/jss.2016.48015>



Institutional Investors, Dividend Policy and Firm Value

Farzin Khoshkar ^{*1}
Mohsen Nikjoo ²
Parisa Abedini ³

Date of Receipt: 2021/12/04 Date of Issue: 2022/01/05

Abstract

The value of the company is very important for shareholders, investors, managers, creditors and other stakeholders in evaluating the future of the company and its impact on estimating risk and return on investment and stock prices. The purpose of this study is to investigate the relationship between institutional investors and the Firm Value and Dividend Policy. Research in terms of purpose is part of applied research and research method in terms of nature and content is cause and effect. The research was conducted in the framework of deductive-inductive reasoning and panel analysis was used to analyze the hypotheses. To collect information, data from 152 companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period 1391-1399 have been used. The results of this study show that there is a positive and significant relationship between the ratio of institutional ownership and Firm Value. There is also a positive and significant relationship between institutional ownership ratio and dividend policy.

Keyword

Institutional Investors, Dividend Policy and Firm Value

1. Assistant Professor of Accounting, Naser Khosro Institute of Higher Education, Saveh, Iran.
2. Master student of accounting, Naser Khosro Institute of Higher Education, Saveh, Iran.
3. Master student of accounting, Naser Khosro Institute of Higher Education, Saveh, Iran.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی