



تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست های تقسیم

سود در شرکت های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران

دکتر پوش فروغی^۱، علی سعیدی^۲، محسن اودر^۳

^۱ استادیار گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان

^۲ عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهرکرد

چکیده

در این تحقیق تأثیر سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت ها بر سیاست های تقسیم سود اتخاذ شده از سوی آن ها بررسی شده است. به بیان دیگر، میزان و نحوه تأثیر گذاری سهامداران نهادی (نوع ساختار مالکیت) و نیز سهام مدیریتی شرکت ها (میزان مشارکت سهامداران در مدیریت شرکت) بر سیاست های تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفته است. جهت انجام این کار نمونه ای مشتمل بر ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۶ ساله (۱۳۸۰-۱۳۸۵) مورد بررسی قرار گرفتند. در این تحقیق سیاست های تقسیم سود با استفاده از چهار مدل رگرسیون خطی چند متغیره، شامل مدل تعدیل کامل، مدل تعدیل جزئی، مدل Waud و مدل روند سود، آزمون شدند. نتایج تحقیق نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، میزان سهام مدیریتی شرکت بر سیاست های تقسیم سود تأثیری مثبت و معنی دار دارد در حالی که سهامداران نهادی تأثیر گذاری معنی داری بر سیاست های تقسیم سود ندارند.

واژه کلیدی:

سهامداران نهادی، میزان سهام مدیریتی شرکت، سیاست های تقسیم سود، ساختار مالکیت

* نویسنده مسئول

۱- مقدمه

بررسی سیاست های مالی و عملیاتی شرکت ها و شناسایی عوامل تأثیرگذار بر آن ها از موضوع های مهمی است که توسط محققینی مختلف همچون جنسن^۱، اکبو و ورما^۲، او کیت^۳، امورد^۴ مورد بررسی قرار گرفته است. هر چند شواهد تجربی موجود بیانگر ارتباط بین عواملی نظیر اندازه شرکت، میزان سود انباشته و فرصت های سرمایه گذاری یا سیاست های تقسیم سود است (به عنوان مثال: کانور^۵، [۱۴]) اما ارتباط بالقوه سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت ها با سیاست های تقسیم سود از موضوع های است که کمتر مورد بررسی قرار گرفته است. بررسی ساختار بازار سرمایه در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه ای که متعهد به پیشرفت در بازار سرمایه خود هستند، نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی سهم قابل توجهی از بازار سرمایه و تولید ملی را به خود اختصاص داده و روز به روز بر اهمیت نقش آن ها در نظام مالی و تقویت فضای رقابتی افزوده می شود و این گروه از سهامداران در بازار سرمایه به عنوان سهامدار مسلط ایفای نقش می کنند. سهامداران نهادی نسبت به سرمایه گذاران شخصی (اشخاص حقیقی سرمایه گذار) در تجزیه و تحلیل صورت های مالی توانایی و مهارت بیشتری دارند. به عنوان مثال هند^۶، به این نتیجه رسید که سرمایه گذاران خبره و ماهر با دقت بیشتری اطلاعات مالی را تفسیر می کنند. شپپر^۷ نیز معتقد است که متمرکز شدن گروه های استفاده کننده از اطلاعات مالی و نبود تضاد و اصطکاک در بین آن ها، تحلیل بهتر اطلاعات را در پی خواهد داشت.

از آن جا که هدف اصلی سهامداران نهادی از سرمایه گذاری در سهام شرکت ها دست یابی به سود و نهایتاً افزایش ثروت آن ها است، رقم سود گزارش شده و نیز سود توزیع شده شرکت ها از اهمیت خاصی برخوردار است زیرا قیمت بازار سهام شدیداً تحت تأثیر سود گزارش و توزیع شده شرکت ها قرار دارد و به این ترتیب سهامداران نهادی احتمالاً تلاش خواهند کرد تا در اتخاذ تصمیم های اثرگذار بر سود گزارش شده و سود توزیع شده شرکت ها تأثیرگذار باشند و حتی ممکن است که به منظور دست یابی به اهداف خود، فشارهایی نیز به مدیریت شرکت ها وارد نمایند.

با عنایت به اهمیت سیاست های تقسیم سود و تأثیرگذاری بالقوه ساختار مالکیت شرکت ها بر آن، تحقیق حاضر انجام شده است. در این مقاله ارتباط بین سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت ها با

.....

- 1- Jensen
- 2- Eckbo and Verma
- 3- Keith
- 4- Kanwer
- 5- Hand
- 6- Schipper
- 7- Yaron et al.



سیاست های تقسیم سود بررسی شده است. به طور خاص، تأثیر گذاری سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت ها بر نسبت پرداخت سود سهام با استفاده از مدل های توزیع سود لینتر^۱، واد^۲، فاما و بابیاک^۳ (۱۹۸۶) مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج آزمون مدل های فوق نشان داد که میزان سهام مدیریتی شرکت ها با سیاست های تقسیم سود ارتباطی مثبت و معنی دار دارد در حالی که ارتباطی معنی دار بین سهامداران نهادی و سیاست های تقسیم سود مشاهده نگردید.

در این مقاله ابتدا پیشینه و ضرورت تحقیق تشریح شده و سپس در بخش سوم و چهارم، فرضیه های تحقیق و روش شناختی آن بیان شده است. در بخش پنجم نتایج تحلیل داده های تحقیق ارائه گردیده و در نهایت بخش پایانی مقاله به نتیجه گیری و ارائه پیشنهادها اختصاص یافته است.

۲ ادبیات، پیشینه و ضرورت تحقیق

یکی از ساز و کارهای کنترلی بیرونی مؤثر بر نظام راهبری شرکت که به طور جهان شمول دارای اهمیت فزاینده ای می شود، ظهور سرمایه گذاران نهادی^۴ به عنوان مالکین سرمایه است. سهامداران نهادی دارای توان بالقوه تأثیر گذاری بر فعالیت های مدیران به طور مستقیم از طریق مالکیت و به طور غیر مستقیم از طریق مبادله سهام خود هستند (گیلان و استارکس، ۲۰۰۵). در ایران بخش عمده ای از مالکیت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، در اختیار سهامداران نهادی است و از این رو این سهامداران از حق رأی بالایی برخوردارند. از سوی دیگر از آن جایی که سرمایه گذاری های انجام شده توسط آنها، مبالغ قابل توجهی را به خود اختصاص داده است از این رو این سهامداران به طور طبیعی نگرانی هایی نسبت به سرمایه گذاری های خود دارند و از انگیزه بالایی برای نظارت بر عملکرد شرکت ها برخوردارند. بنابر این ممکن است سهامداران نهادی در راستای افزایش ثروت خود در اتخاذ تصمیم های شرکت ها از جمله تصمیم های مربوط به سود گزارش و توزیع شده آن ها اثر گذار باشند. به عنوان مثال بر اساس یافته های محققینی همچون هلن و همکاران^۵ از عوامل تأثیر گذار بر سیاست های تقسیم سود شرکت ها، ساختار مالکیت آن ها است. در کشورهای توسعه یافته ای مانند امریکا و انگلیس، چهار نوع اصلی از سرمایه گذاران نهادی وجود دارند که عبارتند از: صندوق های بازنشستگی^۶ شرکت های بیمه^۷، شرکت های سرمایه گذاری^۸ و بانک ها (هلن و همکاران، ۱۹۹۲) و ولوری و جنکینز^۹ (۱۹۸۹).

.....

۱- Lintner

۲- Waud

۳- Fama and Babiak

۴- Institutional Investors

۵- Gillan and Starks

۶- Pension Funds

7- Insurance Companies

8- Investment Companies

9- Velury and Jenkins

پژوهش های گوناگونی در خصوص نقش سهامداران نهادی و سیاست های تقسیم سود صورت گرفته است که برخی از آن ها عبارتند از:

کیث (۲۰۰۴) به بررسی و تبیین سیاست های تقسیم سود در شرکت های استوئایی پرداخت. وی شرکت های مورد بررسی را به دو دسته تقسیم نمود که عبارتند از:

الف) شرکت هایی که سود پرداخت نمی کنند

ب) شرکت هایی که به تقسیم سود می پردازند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل ها در مورد شرکت های گروه الف نشان داد که مهم ترین عامل در تعیین سیاست تقسیم سود، انتظارات سهامداران است. به این ترتیب که سهامداران علاقه مند به تقسیم سود نیستند و خواستار سرمایه گذاری مجدد درآمدها هستند. از طرف دیگر نتایج به دست آمده از شرکت های گروه ب حاکی از آن بود که مهم ترین عامل در تعیین سیاست های تقسیم سود، وجود جریان های نقدی آزاد و انتظارات سهامداران است [۱۵]

کانور (۲۰۰۳) در تحقیقی به شناسایی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پاکستان پرداخته که بر اساس یافته های وی، اندازه شرکت، میزان سود انباشته، فرصت های سرمایه گذاری و کیفیت شرکت، بر میزان سود تقسیمی شرکت ها اثری معنی دار دارند [۱۴]

هلن و همکاران (۲۰۰۲) به بررسی رابطه بین سیاست های تقسیم سود شرکت ها و سهامداران نهادی پرداخته اند. نتایج تحقیقات آن ها نشان می دهد که بین سهامداران نهادی با سیاست های تقسیم سود شرکت ها رابطه ای مثبت و معنی دار وجود دارند [۱۳]

پورحیدری و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی پایداری خط مشی تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از آن است که شرکتهای حاضر در بورس اوراق بهادار تهران از سیاست تقسیم سود پایداری برخوردار نمی باشد [۳].

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۵) در تحقیقی به شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پرداخته اند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود شرکت ها از الگوی گام تصادفی پیروی می کند. همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام رسانی، انتظار می رود تا اگر شرکتی از رشد سود بالایی (پائینی) برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بال (پائین) باشد. همچنین اندازه، فرصت های سرمایه گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت های بورس، ابفای نقش می کنند [۴].

بهرام فر و مهرانی (۱۳۸۳) به بررسی رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه گذاری پرداختند. ایشان تحلیل های خود را در دو سطح تحلیل شرکتی (سری زمانی) و داده های ترکیبی (تمامی شرکت های مورد مطالعه) انجام دادند. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که در تحلیل شرکتی رابطه سود تقسیمی، سود هر سهم و سود پیش بینی شده مورد تأیید قرار گرفت و در تحلیل داده های ترکیبی نیز رابطه سود، سود تقسیمی و



سرمایه گذاری تأیید گردید [۲].

بشارت احسانی و سعیدی (۱۳۷۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر سیاستهای تقسیم سود بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که اتخاذ سیاست تقسیم سود خاصی از سوی مدیریت شرکت ها، بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثری ندارد [۱]. مهرانی (۱۳۷۳) در تحقیقی سعی در ایجاد مدلی برای تبیین رابطه بین سود، تقسیم سود و سرمایه گذاری داشته است. نتایج این تحقیق بیانگر آن است که الگویی برای تقسیم سود در ایران وجود دارد و شرکت ها از سیاست مشخص اما ساده ای در زمینه تقسیم سود پیروی می نمایند. همچنین نتایج این تحقیق نشان می دهد که متغیرهای سود اعلام شده و تقسیم شده سال قبل، عواملی مهم در تصمیم گیری ها نیستند. افزون بر این، سیاست های سرمایه گذاری، مستقل از سیاست های تقسیم سود هستند [۶].

پژوهش هایی که در بالا به آن ها اشاره شد هر کدام بخشی کوچک از نقش ها و کارکردهای سهامداران نهادی در خصوص سیاست تقسیم سود و عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود را مورد بررسی قرار داده اند. به طوری که روشن شدن ابعاد دیگری از این موضوع به بررسی های بیشتری نیاز دارد. به عنوان مثال نحوه تأثیر گذاری ساختار سرمایه و همچنین ساختار مالکیت شرکت ها، که یکی از مهم ترین ویژگی های هر شرکتی محسوب می شود، بر سیاست های تقسیم سود اتخاذ شده توسط آن ها مشخص نیست. طبیعی است بررسی و شناخت ویژگی های مختلف شرکت ها و روشن شدن زوایای تاریک عملکرد آن ها به تقویت نحوه مدیریت شرکت ها منجر می شود و بهبود فرآیندهای تصمیم گیری گروه های مختلف استفاده کننده از اطلاعات حسابداری را در پی خواهد داشت. در این راستا هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیر ساختار مالکیت شرکت ها به ویژه تأثیر سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت ها در تعیین نسبت پرداخت سود سهام است. این تحقیق به دلیل احساس نیاز به آگاهی از نقش سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت ها در تعیین سیاست های توزیع سود سهام آنها انجام شده است.

۳- فرضیه های تحقیق

در راستای پاسخ به این سؤال تحقیق که آیا سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت ها بر سیاست های تقسیم سود، تأثیرگذار هستند یا خیر؟ فرضیه های زیر مورد بررسی قرار گرفتند:

فرضیه اول: بین سیاست های تقسیم سود شرکت ها و درصد سهامداران نهادی، رابطه ای معنی دار و مثبت وجود دارد.

فرضیه دوم: بین سیاستهای تقسیم سود شرکت ها و میزان سهام مدیریتی شرکت ها، رابطه ای معنی دار و مثبت وجود دارد.

۴ روش تحقیق

۴-۱- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق حاضر شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. شرکت های مورد بررسی نیز با در نظر گرفتن معیارهای زیر تعیین شده است:

شرکت هایی که در طول سال های ۸۰ الی ۸۵ عضو بورس اوراق بهادار تهران باشند، در طول دوره مورد بررسی زیان ده نباشند، جزو بانک ها و مؤسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت های هلدینگ، بانک ها و لیزینگ ها) نباشند و به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد. با توجه به مجموعه شرایط یاد شده، تعداد ۱۰۶ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۵ برای انجام این پژوهش انتخاب شدند.

۴-۲- متغیرهای تحقیق

الف) متغیرهای مستقل:

در این تحقیق، به طور کلی از دو متغیر مستقل استفاده شده است که عبارتند از:

EPS و DPS، سپس به منظور استفاده از مدل های تحقیق، با استفاده از دو متغیر فوق و نیز متغیرهای مصنوعی، سایر متغیرهای مستقل به شرح زیر محاسبه و تعیین شده است:

E_{it} : سود گزارش شده هر سهم شرکت t در سال t

$E_{(t-1)i}$: سود گزارش شده هر سهم شرکت $t-1$ در سال $t-1$

$Inst_{(t-1)i}$: حاصل ضرب سود گزارش شده هر سهم شرکت t در سال t و متغیر مصنوعی درصد سهامداران نهادی

$Mdum_{(t-1)i}$: حاصل ضرب سود گزارش شده هر سهم شرکت $t-1$ در سال $t-1$ و متغیر مصنوعی درصد سهام مدیریتی آن شرکت

$D_{(t-1)i}$: سود توزیع شده هر سهم شرکت $t-1$ در سال $t-1$

$(E_{it} - E_{(t-1)i})$: تفاوت بین سود گزارش شده هر سهم شرکت t در سال t و $t-1$

$(Inst_{(t-1)i} * E_{(t-1)i})$: حاصل ضرب تفاوت بین سود گزارش شده هر سهم شرکت t در سال t و $t-1$ و متغیر مصنوعی درصد سهامداران نهادی

$(Mdum_{(t-1)i} * E_{(t-1)i})$: حاصل ضرب تفاوت بین سود گزارش شده هر سهم شرکت t در سال t و $t-1$ و متغیر مصنوعی درصد سهام مدیریتی آن شرکت

$Inst_{it}$: حاصل ضرب سود گزارش شده هر سهم شرکت t در سال t و متغیر مصنوعی درصد سهامداران نهادی



$E_{it} \cdot M_{dum}$: حاصل ضرب سود گزارش شده هر سهم شرکت t در سال t و متغیر مصنوعی درصد سهام مدیریتی آن شرکت

D_{it} : سود توزیع شده هر سهم شرکت t در سال $t-2$

ب) ستغیر وابسته: در این تحقیق متغیر وابسته، تفاوت بین سود توزیع شده هر سهم شرکت t در سال $t-1$ یا به عبارت دیگر $(D_{it} - D_{i,t-1})$ ، در نظر گرفته شده است که وابستگی یا ارتباط آن با متغیرهای مستقل از طریق مدل‌ها و روش‌های آماری سنجیده شده است.

ج) متغیرهای مصنوعی: در این تحقیق به منظور بررسی تأثیر سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت‌ها از دو متغیر مصنوعی استفاده شده است که عبارتند از:

$Inst$: نشان دهنده حضور قابل ملاحظه سهامداران نهادی در ساختار مالکیت شرکت‌ها است.

M_{dum} : نشان دهنده میزان قابل ملاحظه سهام مدیریتی در شرکت‌ها است.

به منظور تعیین متغیرهای مصنوعی تحقیق و استفاده از آن‌ها در انجام تحلیل‌های آماری، از بیانیه شماره [۷] ۱۸ APB ۲۰، کمک گرفته شد. بر اساس این بیانیه، «سرمایه‌گذاری مستقیم یا غیر مستقیم در دست کم ۲۰٪ سهام با حق رأی واحد سرمایه‌پذیر، به اعمال نفوذ مؤثر در واحد سرمایه‌پذیر منجر می‌گردد مگر اینکه خلاف آن مشاهده شود».

بنابر این بر اساس بیانیه پیشگفته، می‌توان چنین نتیجه گرفت که اگر سهامداران نهادی و یا دیگر سهامداران، مالک بیش از ۲۰٪ سهام با حق رأی یک شرکت باشند، نفوذ آن‌ها در شرکت‌ها، نفوذی مؤثر تلقی خواهد شد و چنین فرض می‌شود که این سهامداران از توانایی لازم جهت تأثیرگذاری بر تصمیم‌ها و سیاست‌های شرکت سرمایه‌پذیر برخوردار هستند. در تحقیق حاضر به منظور بررسی اثر سهامداران نهادی و سهام مدیریتی شرکت بر سیاست‌های تقسیم سود، درصدهای محاسبه شده به صورت زیر مورد استفاده قرار گرفت: اگر میزان یا درصد مالکیت سهامداران نهادی در یک شرکت بیش از ۲۰٪ باشد، به $Inst$ عدد «۱» اختصاص داده می‌شود و اگر این میزان کمتر از ۱۰٪ باشد، به $Inst$ عدد «۰» اختصاص می‌یابد.

از آن جا که ممکن است سهامداران نهادی با درصد مالکیتی کمتر از ۲۰٪، در برخی از شرکت‌ها تأثیر و نفوذ قابل ملاحظه‌ای بر تصمیم‌ها و سیاست‌های مالی شرکت داشته باشند و در برخی دیگر از شرکتها فاقد چنین تأثیرگذاری باشند به طوری که نتوان به طور قطعی مالکیت کمتر از ۲۰ درصدی سهامداران نهادی را به معنای تأثیرگذاری یا عدم تأثیرگذاری مؤثر تلقی کرد، لذا به منظور دست‌یابی به نتایج واقعی و قابل اتکاتر، شرکت‌هایی

.....*

1- Dummy Variables

2- Accounting Principles Board



که درصد مالکیت سهامداران نهادی در آن ها بین ۱۰ تا ۲۰ درصد بود از کل نمونه آماری تحقیق حذف شده و نحوه استفاده از این متغیر مصنوعی به این صورت تعیین شد که: درصد مالکیت سهامداران نهادی که بیشتر از ۲۰٪ است، به معنای تأثیرگذاری مؤثر (و اختصاص عدد ۱ به Inst) و درصد مالکیت سهامداران نهادی که کمتر از ۱۰٪ است، به معنای عدم تأثیرگذاری مؤثر (و اختصاص عدد ۰ به Inst) تلقی گردید.

از طرف دیگر اگر میزان سهام مدیریتی یک شرکت بیش از ۲۰٪ باشد به Mdum عدد «۱» و در غیر این صورت عدد «۰» اختصاص داده شد. بدین صورت که درصد سهام مدیریتی بیشتر از ۲۰٪ به معنای تأثیرگذاری مؤثر و درصد سهام مدیریتی کمتر از ۲۰٪ به معنای عدم تأثیرگذاری مؤثر بر تصمیمات و سیاست های مالی تلقی گردید.

در این تحقیق میزان مالکیت سهامداران نهادی در هر شرکت از طریق بررسی ساختار مالکیت شرکت ها و جمع نمودن درصد مالکیت انواع مختلف سهامداران نهادی که در هر شرکت حضور دارند، محاسبه گردید. میزان سهام مدیریتی شرکت بیانگر میزان یا درصدی از سهامداران شرکت است که در اتخاذ تصمیم ها و سیاست های مالی شرکت حضور دارند و به نوعی تصمیمات و سیاست های شرکت از طریق مشورت و هم فکری با آن ها اتخاذ می گردد. به عبارت دیگر میزان سهام مدیریتی شرکت به معنای میزان یا درصدی از سهامداران شرکت است که در راهبری و مدیریت شرکت حضور دارند.

در این تحقیق، شرکت در مدیریت واحد تجاری به صورت توان انتخاب حداقل یک عضو هیئت مدیره تعریف شده است و به صورت زیر محاسبه می گردد (عبده تبریزی، [۷]):

$$\text{درصد سهام مدیریتی} = \frac{\text{تعداد اعضای هیئت مدیره} \times 3}{\text{تعداد کل سهام}}$$

$$r = \frac{d \cdot s}{D+1} + 1$$

که در آن، ۳: تعداد سهام مورد نیاز جهت انتخاب تعداد مورد نظر از اعضای هیئت مدیره، d: تعداد اعضای که سهامداران می خواهند در هیئت مدیره داشته باشند، s: تعداد کل سهام عادی موجود دارای حق رأی و D: تعداد کل مدیرانی که انتخاب می شوند.

از این رو در ابتدا با استفاده از اطلاعاتی که در دسترس است، تصمیم های عمومی شرکت ها، درصد سهام شرکت کننده در جلسات مجمع مشخص شد و سپس با استفاده از فرمول ذکر شده، درصد سهام مدیریتی شرکت

.....

- 1- Full Adjustment Model
- 2- Partial Adjustment Model

- 3- Waud Model
- 4- Earnings Trend Model



محاسبه گردید.

۴-۳ مدل های تحقیق

در این تحقیق به منظور بررسی ارتباط بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت با سیاست های تقسیم سود، چهار مدل مورد آزمون قرار گرفته اند که عبارتند از: مدل تعدیل کامل ۱، مدل تعدیل جزئی ۲، مدل واد ۳ و مدل روند سود ۴.

۴-۳-۱- مدل تعدیل کامل

این مدل بر اساس این فرض طراحی شده است که تغییرات در سود ثابت است و شرکت می خواهد که نسبت پرداخت سود ۲ را داشته باشد (لینتزر^۱، [۱۶]). به این ترتیب:

(۱)

$$D_{it} - D_{i(t-1)} = a + r(F_{it} - F_{i(t-1)}) + rI(E_{it} - E_{i(t-1)}) * Inst + rM(E_{it} - E_{i(t-1)}) * Mdum + \mu_{it}$$

ضرایب rI و rM نشان دهنده تأثیر نسبی سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت در همبستگی با نسبت پرداخت سود سهام شرکت ها است (هلن^۲، [۱۷]).

۴-۳-۲- مدل تعدیل جزئی

در این مدل فرض می کنیم که برای هر سال t ، سطح مورد نظر تقسیم سود (D^*) برای شرکت t در زمان t ، به سود همان سال (E_{it}) بستگی دارد و سود توزیع شده درصدی از سود اعلام شده هر سهم است (لینتزر، [۱۹۵۶] [۱۶]). به این ترتیب مدل دوم به شرح زیر تدوین گردید:

(۲)

$$D_{it} - D_{i(t-1)} = a + rE_{it} + rIE_{it} * Inst + rME_{it} * Mdum - rD_{i(t-1)} + \mu_{it}$$

۴-۳-۳ مدل Waud

مدل Waud، عناصر دو مدل تعدیل جزئی و کامل را با یکدیگر ترکیب می کند. در این مدل فرض بر این

*.....

۱- lintner

۲- Helen

۳- Waud

است که Dps مورد انتظار (D^e) برای شرکت i در زمان t متناسب با Eps مورد انتظار (E^e) است. به عبارت دیگر Dps مورد انتظار یک شرکت، درصدی از Eps مورد انتظار هر سهم است (واد، ۱۹۶۶) [۱۹]. به این ترتیب:

(۳)

$$D_{it} - D_{(t-1)i} = a + rE_{it} + rIE_{it} * Inst + rME_{it} * Mdum + rD_{(t-1)i} - rD_{(t-2)i} + \mu_{it}$$

۴-۳-۴ مدل روند سود

مدل روند سود در واقع از طریق ایجاد تغییراتی در مدل تعدیل جزئی به دست می آید. در این مدل فرض بر این است که روند خاصی در سود گزارش شده هر سهم وجود دارد. به طوری که سود گزارش شده یک سهم در هر سال به میزان مشخصی بیشتر از سال قبل باشد. یا به تعبیری دیگر روند افزایشی مشخص و ثابتی در سود گزارش شده هر سهم وجود دارد (فاما و بابیاک، ۱۹۶۸) [۹]. با این پیش فرض مدل چهارم به صورت زیر تدوین گردید:

(۴)

$$D_{it} - D_{(t-1)i} = a + crE_{it} + rj(1-c)E_{(t-1)i} + rjI(1-c)E_{(t-1)i} * Inst + rjM(1-c)E_{(t-1)i} * Mdum - cD_{(t-1)i} + \mu_{it}$$

۵- آزمون فرضیه ها

فرضیه های تحقیق در قالب هر یک از مدل های چهارگانه به شرح زیر مورد آزمون قرار گرفت:

۱. آزمون فرضیه ها با استفاده از مدل اول

بعد از بررسی پیش فرض های رگرسیون (شامل نرمال بودن توزیع مانده ها، عدم خود همبستگی، نبود هم خطی، ناهمسانی واریانس مانده ها و تورش تصریح) و اطمینان از برقراری آنها، نتایج حاصل از مدل تعدیل کامل به شرح نگاره شماره «۱» است.

همان طور که در نگاره شماره «۱» مشاهده می شود R^2 این مدل برابر با ۰/۷۳۰۱۸۲ است که بیانگر این نکته است که متغیرهای مستقل مدل تعدیل کامل توانایی توضیح ۷۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را دارند. آزمون فرضیه اول: با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به متغیر مستقل دوم $(E_t - E_{t-1}) * Inst$ کمتر از ۰/۰۵ است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض H_0 را رد می کنیم و این بدان معنی است که سهامداران نهادی تأثیری مثبت و معنی دار بر سیاست های تقسیم سود دارند. به طوری که انتظار می رود با افزایش میزان مالکیت سهامداران نهادی، مقدار سود توزیع شده هر سهم نیز افزایش یابد. به این ترتیب فرضیه اول تحقیق پذیرفته می شود.



نگاره شماره ۱: نتایج حاصل از آزمون مدل تعدیل کامل

Variable	Coefficient	t-Statistic	p-value
α	۱/۹۵۸۲۲۸	۰/۳۱۴۳۴۲	۰/۷۵۳۴
$(E_t - E_{t-1})$	-۰/۱۳۸۳۶۱	-۰/۱۲۹۴۱۷	۰/۵۲۹۳
$(E_t - E_{t-1}) * Inst$	۰/۱۲۱۱۳۲	۲/۲۸۸۹۹۰	۰/۰۰۶۱
$(E_t - E_{t-1}) * Mdum$	۰/۲۸۴۳۵۸	۲/۵۶۷۸۷۴	۰/۰۱۰۵
$AR_{(1)}$	-۰/۲۶۹۸۹۵	-۶/۹۶۹۴۲۱	۰/۰۰۰۰
R-squared (R^2)	۰/۷۲۰۱۸۲	Durbin Watson stat ۲/۰۱۴۳۱۲	

آزمون فرضیه دوم: با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به متغیر مستقل سوم $(E_t - E_{t-1}) * (eMdum)$ کمتر از ۰/۰۵ است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض H_0 را رد می‌کنیم و این بدان معناست که میزان سهام مدیریتی شرکت بر سیاست‌های تقسیم سود تأثیری مثبت و معنی‌دار دارد. به طوری که انتظار می‌رود با افزایش میزان سهام مدیریتی شرکت، مقدار سود توزیع شده هر سهم نیز افزایش یابد. به این ترتیب فرضیه دوم تحقیق نیز پذیرفته می‌گردد.

۲-۵ آزمون فرضیه‌ها با استفاده از مدل دوم

در مدل تعدیل جزئی نیز بعد از بررسی برقراری پیش فرض‌های رگرسیون نتایج خلاصه شده در نگاره شماره «۲» به دست آمده است.

همان‌طور که در نگاره شماره «۲» مشاهده می‌شود R^2 این مدل برابر با ۰/۷۴۵۵۵۵ است که بیانگر این نکته است که متغیرهای مستقل مدل توانایی پیش‌بینی ۷۴/۵۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را دارند.

نگاره شماره ۲: نتایج حاصل از آزمون مدل تعدیل کامل

Variable	Coefficient	t-Statistic	p-value
α	-۶۲/۷۱۶۳۴	-۴/۹۲۶۷۴۳	۰/۰۰۰۰
E_t	۰/۳۲۵۷۲۹	۲/۷۸۳۹۱۶	۰/۰۰۵۵
$E_t * Inst$	۰/۱۲۴۲۸۵	۱/۳۹۶۴۴۰	۰/۱۶۳۱
$E_t * Mdum$	۰/۳۴۶۷۹۵	۴/۶۶۴۶۷۲	۰/۰۰۰۰
$D_{(t-1)}$	-۰/۸۹۴۸۴۵	-۳۲/۲۸۹۰۳	۰/۰۰۰۰
$AR_{(1)}$	۰/۱۴۳۰۹۲	۳/۴۶۵۷۴۶	۰/۰۰۰۶
R-squared (R^2)	۰/۷۴۵۵۵۵	Durbin-Watson stat ۲/۰۲۳۴۹۱	

آزمون فرضیه اول: از آن جا که مقدار احتمال مربوط به متغیر دوم ($E_t * Inst$) که در رابطه با نقش سهامداران نهادی است بیشتر از ۰/۰۵ است لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض H_0 را می پذیریم و این بدان معنی است که سهامداران نهادی تأثیری معنی دار بر سیاست های تقسیم سود اتخاذ شده از سوی شرکت ها ندارند. دلیل این موضوع را می توان در این دانست که سهامداران نهادی در کشور ما از نقش ها و کارکردهای مؤثری که می توانند در بازار سرمایه داشته باشند، برخوردار نیستند. دلیل دیگر اینکه ممکن است مدیریت ارشد سهامداران نهادی (مدیران شرکت های سرمایه گذاری، بانک ها، شرکت های بیمه، صندوق های بازنشستگی و...) خط مشی سرمایه گذاری مجدد سود را نسبت به دریافت آن، ترجیح داده باشند و تمایل چندانی به افزایش در میزان سود توزیعی هر سهم، نداشته باشند. به هر ترتیب نتایج حاصل از مدل تعدیل جزئی نشان دهنده رد فرضیه اول است.

آزمون فرضیه دوم: با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به متغیر مستقل سوم ($E_t * Mdum$) کمتر از ۰/۰۵ است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض H_1 را رد می کنیم و این بدان معنی است که میزان سهام مدیریتی شرکت، بر سیاست های تقسیم سود تأثیری مثبت و معنی دار دارد. به این ترتیب فرضیه دوم پذیرفته می شود.

سایر نتایج مدل تعدیل جزئی

نتایج دیگر این مدل نشان می دهد که سود گزارش شده هر سال با سیاست های توزیع سود رابطه ای مثبت و معنی دار دارد به طوری که با افزایش سود گزارش شده هر سهم، سود توزیعی هر سهم نیز افزایش می یابد. همچنین سود توزیع شده سال گذشته (D_{t-1}) بر سیاست های تقسیم سود تأثیری معنی دار و معکوس دارد به طوری که اگر سود توزیع شده سال گذشته در حد بالایی بوده باشد، سود توزیع شده در سال جاری کاهش خواهد یافت.

۳-۵ آزمون فرضیه ها با استفاده از مدل سود

در مدل wald نیز بعد از بررسی برقراری پیش فرض های رگرسیون نتایج خلاصه شده در نگاره شماره «۳» به دست آمده است. نتایج این مدل نیز بیانگر توانایی خوب و قابل قبول متغیرهای مستقل آن در پیش بینی تغییرات در متغیر وابسته است (با توجه به R^2).

نگاره شماره ۳: نتایج حاصل از آزمون مدل wald

Variable	Coefficient	T-Statistic	p-value
α	-۲۱/۵۵۱۲۶	-۵/۳۲۷۶۶۶	۰/۰۰۰۰
E_t	۰/۳۴۱۲۰۴	۲/۹۰۷۸۳۶	۰/۰۰۲۸
$E_t * Inst$	۰/۱۱۲۹۸۲	۱/۲۷۶۱۰۵۷	۰/۲۰۴۶
$E_t * Mdum$	۰/۲۴۶۷۴۹	۴/۶۲۴۲۸۸	۰/۰۰۰۰
D_{t-1}	-۰/۹۱۹۷۴۶	-۳۱/۵۸۸۷۵	۰/۰۰۰۰
D_{t-2}	۰/۰۳۶۸۳۴	۲/۴۴۷۶۵۸	۰/۰۶۴۷
$AR_{(1)}$	۰/۱۵۹۳۶۴	۲/۸۴۲۵۸۹	۰/۰۰۰۶
R-squared (R^2)	۰/۷۴۷۹۲۳	Durbin Watson stat	۲/۰۲۳۰۰۶



آزمون فرضیه اول: از آن جا که مقدار احتمال مربوط به متغیر دوم ($F_{(t-1)} * Inst$) بیشتر از ۰/۰۵ است لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض H_0 پذیرفته می شود. بنابر این میزان مالکیت سهامداران نهادی بر سیاست های تقسیم سود تأثیری معنی دار ندارد، که این به معنای رد فرضیه اول است.

آزمون فرضیه دوم: با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به متغیر سوم ($E_{(t-1)} * Mdum$) کمتر از ۰/۰۵ است لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض H_0 رد می شود که این به معنای وجود تأثیرگذاری معنی دار میزان سهام مدیریتی شرکت بر سیاست های تقسیم سود است. به این ترتیب فرضیه دوم تحقیق پذیرفته می شود.

سایر نتایج مدل Wald

به دلیل کمتر بودن مقدار احتمال متغیرهای اول، چهارم و پنجم از ۰/۰۵، می توان چنین استنباط کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد و با در نظر گرفتن ضرایب این متغیرها، سود گزارش شده سال جاری (E_t) و سود توزیع شده دو سال قبل ($D_{(t-2)}$) بر سیاستهای تقسیم سود و میزان سود توزیعی سال جاری تأثیرگذاری مثبت و معنی دار دارند در حالی که سود توزیع شده سال گذشته ($D_{(t-1)}$) یا میزان سود توزیعی در سال جاری رابطه ای معکوس و معنی دار دارد.

۴-۵ آزمون فرضیه ها با استفاده از مدل چهارم

در مدل روند سود نیز بعد از بررسی و حصول اطمینان از برقراری پیش فرض های رگرسیون نتایج خلاصه شده در نگاره شماره «۴» به دست آمده است.

آزمون فرضیه اول: از آن جا که مقدار احتمال مربوط به متغیر سوم ($E_{(t-1)} * Inst$) بیشتر از ۰/۰۵ است لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض H_0 پذیرفته می شود. بنابر این میزان مالکیت سهامداران نهادی بر سیاست های تقسیم سود تأثیری معنی دار ندارد، که این به معنای رد فرضیه اول است.

آزمون فرضیه دوم: با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به متغیر چهارم ($E_{(t-1)} * Mdum$) کمتر از ۰/۰۵ است لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض H_0 رد می شود که این بدان معنی است که میزان سهام مدیریتی شرکت بر سیاست های تقسیم سود تأثیری معنی دار دارد. به این ترتیب فرضیه دوم تحقیق پذیرفته می شود.

نگاره شماره ۴: نتایج حاصل از آزمون مدل روند سود

Variable	Coefficient	t-Statistic	p-value
α	-۰/۱۱۲۰۲۷	-۳/۳۸۴۳۰۹	۰/۰۰۰۸
E_t	۰/۷۹۶۳۴۶	۴۳/۰۹۱۰۵	۰/۰۰۰۰
$E_{(t-1)}$	-۰/۰۳۴۴۹۵	-۲/۷۵۶۴۲۳	۰/۰۰۰۷
$E_{(t-1)} * Inst$	۰/۰۶۹۲۶۸	۰/۷۲۳۰۶۸	۰/۸۲۳۴
$E_{(t-1)} * Mdum$	۰/۱۷۹۲۶۳	۲/۶۸۴۶۵۵	۰/۰۲۹۲
$D_{(t-1)}$	۰/۰۶۷۹۸۲	۱۰/۷۴۴۳۴	۰/۰۰۱
۰/۷۴۸۶۶۸ R-squared (R ²)		Durbin Watson stat ۷۸۵۰۲ Watson	



سایر نتایج مدل روند سود

به دلیل کمتر بودن مقدار احتمال متغیرهای اول، دوم و پنجم از 0.510 می توان چنین استنباط کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد و با در نظر گرفتن ضرایب این متغیرها، سود گزارش شده سال جاری ($E_{i,t}$) و سود توزیع شده سال گذشته ($D_{(i,t-1)}$) بر میزان سود توزیعی سال جاری تأثیر گذاری مثبت و معنی دار دارند در حالی که سود گزارش شده سال گذشته ($E_{(i,t-1)}$) با میزان سود توزیعی در سال جاری رابطه ای معکوس و معنی دار دارد.

۶- نتیجه گیری و پیشنهاد ها

در این تحقیق ارتباط بین سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت ها با سیاست های تقسیم سود از طریق به کارگیری چهار مدل توزیع سود، شامل مدل تعدیل کامل، مدل تعدیل جزئی، مدل واد و مدل روند سود، مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون مدل اول (مدل تعدیل کامل) بیانگر وجود رابطه ای مثبت و معنی دار بین سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت ها با سیاست های تقسیم سود است. در حالی که نتایج به دست آمده از آزمون سه مدل دیگر (مدل تعدیل جزئی، مدل واد و مدل روند سود) نشان داد که بین میزان سهام مدیریتی شرکت ها و سیاست های تقسیم سود رابطه ای مثبت و معنی دار وجود دارد اما چنین رابطه ای بین سهامداران نهادی و سیاست های تقسیم سود وجود ندارد. یافته های تحقیق مبین آن است که افزایش مشارکت سهامداران در مدیریت و اداره شرکت منجر به بهبود فرآیند اتخاذ خط مشی های مالی و عملیاتی آن ها خواهد شد و در نهایت تقویت ساز و کارهای نظام راهبری شرکت را در پی خواهد داشت.

رابطه ای مثبت و معنی دار بین سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت ها با سیاست های تقسیم سود است. در حالی که نتایج به دست آمده از آزمون سه مدل دیگر (مدل تعدیل جزئی، مدل واد و مدل روند سود) نشان داد که بین میزان سهام مدیریتی شرکت ها و سیاست های تقسیم سود رابطه ای مثبت و معنی دار وجود دارد اما چنین رابطه ای بین سهامداران نهادی و سیاست های تقسیم سود وجود ندارد. یافته های تحقیق مبین آن است که افزایش مشارکت سهامداران در مدیریت و اداره شرکت منجر به بهبود فرآیند اتخاذ خط مشی های مالی و عملیاتی آن ها خواهد شد و در نهایت تقویت ساز و کارهای نظام راهبری شرکت را در پی خواهد داشت.

تحقیق حاضر کوششی بود در راستای بررسی نقش سهامداران نهادی در بازار سرمایه و با پذیرش این محدودیت انجام شد که تعداد شرکت های مورد بررسی که درصد مالکیت سهامداران نهادی در آنها کمتر از ۱۰ درصد بود در مقایسه با شرکت هایی که میزان مالکیت سهامداران نهادی در آنها بیشتر از ۲۰ درصد است، تعداد کمتری را شامل می شود.

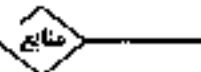


پیشنهاد های تحقیق

- ۱- پیشنهاد می شود سهامداران نهادی به عنوان یکی از ساز و کارهای مهم نظام راهبری شرکت ها، به نقش ها و کارکردهای مهمی که می توانند در بازار سرمایه داشته باشند، توجه بیشتری نمایند.
- ۲- پیشنهاد می شود کانون سهامداران نهادی با انتشار بیانیه های لازم در رابطه با نحوه فعالیت سهامداران نهادی در بازار سرمایه و نیز ارائه آموزش های لازم در این زمینه، باعث ارتقاء نقش و جایگاه سهامداران نهادی در بازار سرمایه کشورمان گردد.

پیشنهادها برای تحقیق های آینده

- ۱- بررسی تأثیر میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره بر سیاست های تقسیم سود.
- ۲- بررسی تأثیر تعداد اعضاء موظف و غیر موظف هیئت مدیره بر سیاست های تقسیم سود.
- ۳- بررسی تأثیر تورم و سایر متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست های تقسیم سود.



- ۱- بهنارت احسانی، حسنعلی و سعیدی، علی. (۱۳۷۹). « بررسی سیاستهای تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله علمی پژوهشی دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، شماره ۳ ص ۷۸-۸۹
- ۲- بهرامفر، تقی و مهران، کاوه. (۱۳۸۳). « رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۶.
- ۳- پورحیدری، امید، محمدی، امیر - رحیمی، علی رضا. (۱۳۸۸). « بررسی پایداری خط مشی تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار». تحقیقات حسابداری، شماره ۱، ص ۹۶-۱۱۱
- ۴- جهانخانی، علی و قربانی، سعید. (۱۳۸۵). « شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، ص ۴۸-۲۷.
- ۵- وستون، جان فردریک. (۱۳۷۹). «مدیریت مالی»، ترجمه حسین عبده تبریزی، تهران، پیشبرد.
- ۶- مهران، ساسان. (۱۳۷۳). «ایجاد مدل برای رابطه بین سود، تقسیم سود و سرمایه گذاری»، پایان نامه، دانشگاه تهران

7-Accounting Principles Board opinion NO. ۱۸, (۱۹۷۱), "14-17. pars, "The Equity Method of Accounting for Investments in Common Stock

8-33-62. pp, 1 Issue, 1. Vol, Journal of Corporate Finance, "Voting Power and E Cash Dividend Policy, Managerial Shareownership). "1994. (S, and Verma. ..B, Eckho

- 9- 1132-1161. pp, 324. No, 63. Vol, Journal of the American Statistical Association". An Empirical Analysis: Dividend Policy). "1986. (W, and Babiak. F.E, Fama
- 10- 663523=abstract/com.ssrn://http: Available at SSRN, Working Paper, "Motivation and Empirical Evidence: A Survey of Shareholder Activism) ". "2003. (T.L, and Starks. L.S, Gillan
- 11- 740763. pp, 4Issuc , 65. Vol, The Accounting Review, "A Test of Extended Functional Fixation Hypothesis). "1990. (J, Hand
- 12- e2Issue , 8. Vol, Journal of Corporate Finance, "The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership). "2002. (k, and Kevin. Z, and Hao. 105-122. pp, Helen
- 13- 323-329. pp, 2. No, 76. Vol, The American Economic Review". Corporate Finance and Takeovers, Agency Cost of Free Cash flow). "1986. (C.M, Jensen
- 14- 1-8. pp, Foundation for Business and Economic Research, "The Determinants of Corporate Dividend Policies in Pakistan). "2003. (A, Kanwer
- 15- University of Tartu, Working Paper, "Determinants of Dividend Policy in Estonian Enterprises). "2004. (T, Keith
- 16- 97-113. pp, 2. No, 46. Vol, The American Economic Review, "Retained Earnings and Taxes, Distribution of incomes of corporations among Dividend. 1956. (J, Lintner").
- 17- 461-489: pp, 3: No, 94 Journal of Political Economy . Large shareholders and corporate control. 1989. A, Schipper
- 18- 1043-1051. pp, 9Issue , 59. Vol, Journal of Business Research, "Institutional Ownership and the Quality of Earnings). "2006. (S, Jenkins. and D. U, Velury
- 19- 1130-1152. pp, 316. No, 61. Vol, Journal of the American Statistical Association, "Models of Adaptive Expectations and Partial Adjustment: Small Sample Bias Due to Misspecification in the). "1966. (R, Waud