



## رابطه درون‌زائی مالکیت و خطی مشی تقسیم سود: بهره‌گیری از همسان سازی داده‌ها بر اساس تکنیک مچینگ (PSM)

مهدي فيل سرائي<sup>۱</sup>  
عليرضا زارعي<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۱/۲۸ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۳/۲۵

### چکیده

ارتباط بین تقسیم سود و شاخص حاکمیت شرکتی (در این پژوهش مالکیت متمرکز) در چارچوب تئوری نمایندگی قابل بحث بوده و اجرای حاکمیت شرکتی سازوکاری برای کاهش هزینه نمایندگی می‌باشد. سود تقسیمی هزینه نمایندگی را به وسیله توزیع جریان نقد آزاد، کاهش می‌دهد. در این مطالعه به بررسی جنبه جدیدی از رابطه مالکیت (رابطه درون‌زا) و خطی مشی تقسیم سود پرداخته شده است. از آنجایی که ساختارهای مالکیت بصورت برون‌زا نبوده و بصورت تصادفی توسط سرمایه‌گذاران انتخاب نمی‌شوند، استفاده از رگرسیون معمولی باعث تورش در ضرایب مربوطه می‌گردد. تکنیک همسان سازی (PSM)، برای کنترل درون‌زایی و ارزیابی اثراتی است که متغیرهای مالکیت بر روی رفتار تقسیم سود دارند. در این پژوهش، برای مالکیت متمرکز از رایج‌ترین آن (مالکیت نهادی و شرکتی) استفاده گردیده است. بدین منظور از داده‌های ۲۰۸۰ سال-شرکت در فاصله زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۴ استفاده شده است. در این پژوهش یکبار متغیر مالکیت بصورت برون‌زا و یک مرتبه بصورت درون‌زا، اثر آن روی سیاست تقسیم سود تخمین زده شد. جهت این کار به منظور تحلیل آماری، نتایج به دو روش استفاده از داده‌های پانل معمولی و داده‌های همسان سازی شده به روش PSM و توسط نرم افزار R مورد برازش قرار داده شده و تحلیل گردیدند. در هر دو روش ابتدا مدل رگرسیون لجستیک ساده و مدل پانل لجستیک برازش

۱- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد بجنورد، دانشگاه آزاد اسلامی، بجنورد، ایران (مسئول مکاتبات)

۲- استادیار گروه حسابداری، واحد خراسان (اصفهان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران (نویسنده اصلی) a.zarei@khuif.ac.ir

داده شده و با استفاده از معیار اکائیک (AIC) مورد مقایسه قرار گرفتند. ملاحظه گردید در هر دو روش، متغیرهای سرمایه‌گذاران نهادی متمرکز (INS) و سرمایه‌گذاران شرکتی متمرکز (CORP) به ترتیب دارای رابطه معنادار مثبت و منفی بر سیاست تقسیم سود می‌باشند. اما نتایج حاصل از پیاده‌سازی تکنیک همسان‌سازی (PSM)، بعلاوه این‌که شرایط آزمایش تصادفی را مهیا می‌سازد، معنی‌داری بسیار بالاتری نسبت به رگرسیون معمولی (OLS) داشته و نقش بسزایی در بهبود رگرسیون برآزش داده شده دارد. در ارتباط با متغیرهای کنترلی مورد مطالعه نیز مشاهدات نشان می‌دهد که تنها متغیرهای سود خالص و اندازه شرکت دارای اثر معناداری بر سیاست تقسیم سود نمی‌باشند و سایر متغیرهای کنترلی اثر معناداری بر خطی مشی تقسیم سود می‌گذارند.

**واژه‌های کلیدی:** سیاست تقسیم سود، درون‌زایی مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، همسان‌سازی بر اساس نمره گرایش.

## ۱- مقدمه

از مسائل مهمی که در سالهای اخیر در پی رسوایی‌های گسترده مالی در سطح شرکت‌های بزرگ مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته و به عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه گذاران مطرح شده، موضوع حاکمیت شرکتی است که به لزوم نظارت بر مدیریت شرکت و به تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن و در نهایت حفظ حقوق سرمایه گذاران و ذینفعان می‌پردازد. از طرفی دیگر، خط مشی تقسیم سود نیز، پژوهش‌های زیادی در امور مالی و حسابداری به همراه داشته است این تحقیقات به دنبال بررسی این مسئله بوده‌اند که چرا شرکت‌ها سودشان را توزیع می‌کنند یا اینکه چرا، سرمایه گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. این مسئله به عنوان "معمای تقسیم سود" در امور مالی شناخته شده است. زیربنای اصلی هر دو گروه از پژوهش‌ها به عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و ذینفعان و رابطه نمایندگی بین مدیران و سهامداران مرتبط است. جنسن و مک لینگ<sup>۱</sup> (۱۹۷۶) با شرح هزینه نمایندگی که به علت نابرابری اطلاعات میان مدیریت و سهامداران ایجاد می‌شود، یکی از مکانیزم‌های کاهش این هزینه را کاهش جریان نقد آزاد در دسترس مدیران عنوان کردند که از طریق پرداخت سود تقسیمی حاصل می‌شود. سود تقسیمی هزینه نمایندگی را به وسیله<sup>۲</sup> توزیع جریان نقد آزاد که در پروژه‌های بی ثمر توسط مدیریت سرمایه‌گذاری می‌شود، کاهش می‌دهد. بنابراین، براساس تئوری نمایندگی، اغلب انتظار می‌رود که مدیران، فعالیت‌هایی را انجام دهند که برای سهامداران پرهزینه باشد و حتی قراردادهای بین مدیران و شرکت‌ها نیز نمی‌تواند مانع از فعالیت‌های فرصت طلبانه مدیران شود؛ بنابراین، سهامداران فاقد قدرت کنترل، نیازمند ساختاری برای نظارت هستند. حاکمیت شرکتی، ابزاری برای ایجاد توازن بین سهامداران و مدیریت است و سبب کاهش مشکلات نمایندگی می‌شود و این احتمال که مدیران، سیاست تقسیم سود کمتر از حد مطلوب را در پیش گیرند، کم می‌کند. بنابراین، انتظار داریم؛ حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود تأثیر داشته باشد (فخاری و یوسفعلی تبار، ۱۳۸۹).

نتیجه اینکه ارتباط بین تقسیم سود و شاخص حاکمیت شرکتی در چارچوب تئوری نمایندگی قابل بحث بوده و اجرای حاکمیت شرکتی سازوکاری است که می‌تواند از سوی مدیران برای کاهش هزینه نمایندگی به کار گرفته شود. از آنجایی که سود تقسیمی و متغیر مالکیت بر روی هم اثر دو طرفه دارند و با توجه به اینکه در اکثر تحقیقات مرتبط با مالکیت به این مسئله توجه نمی‌شود که متغیر مالکیت، تصادفی انتخاب نمی‌شود (و درون‌زا است) و مالکین بعضاً با توجه به سیاست‌های تقسیم سود شرکت، جذب آن می‌شوند، لذا ممکن است باعث تورش در تخمین ضرایب رگرسیون شود. (دسای و جین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱)

در زمینه ارتباط تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود، دو دیدگاه وجود دارد: دیدگاه اول بر این اساس استوار است که شرکت‌هایی که تعداد و درصد سهامداران بیرونی آن‌ها کم است، به توزیع سود تمایلی ندارند؛ زیرا با توجه به نظریه هزینه نمایندگی با افزایش پراکندگی مالکیت (تعداد) و درصد سهامداران بیرونی، سود سهام نقدی مورد مطالبه سهامداران افزایش می‌یابد (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴). افزون بر این در شرکت‌های با تمرکز مالکیتی زیاد برای بهبود نظم مالی یا همگرایی منافع بین مدیران و سهامداران، ضرورتی برای توزیع سود بیشتر نیست؛ زیرا در غیاب تضادهای نمایندگی، سهامداران به اندازه کافی اطمینان دارند که جریان‌های نقدی شرکت به گونه‌ای صحیح استفاده می‌شود. بنابراین، انتظار می‌رود که سود کمتری توزیع شود و در نتیجه رابطه تمرکز مالکیت و تقسیم سود، معکوس باشد (هارادا و نگوین<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶). در دیدگاه دوم چنین استدلال می‌شود که پرداخت سود تقسیمی، جایگزینی برای نظارت به شمار می‌رود. از سوی دیگر، سهامداران بزرگ (شرکت‌های متمرکز)، قدرت کافی برای وادار کردن شرکت‌ها به توزیع جریان‌های نقدی اضافی یا مازاد، به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی را دارند. بر این اساس، انتظار می‌رود رابطه تمرکز مالکیت و تقسیم سود، هم جهت باشد (همان منبع).

## ۲- مبانی نظری

### ۲-۱- فلسفه تقسیم سود

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت، تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. به رغم این که پرداخت سود تقسیمی مستقیماً سهامداران را بهره‌مند می‌سازد، توانایی شرکت در انباشت سود به منظور بهره‌گیری از فرصت‌های رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. کشف و شناسایی دقیق عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود هنوز یکی از مباحث مهم در حوزه حسابداری و مدیریت مالی شرکت‌هاست. در صورتی که عوامل اثرگذار بر پرداخت سود تقسیمی و میزان تأثیر آن‌ها مشخص شود، مدیران به دید بهتری در مورد موقعیت شرکت خود از لحاظ تقسیم سود دست می‌یابند و بهتر می‌توانند تصمیم‌گیری کنند. از طرفی استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی، تمایل دارند از توان شرکت در ایجاد منابع نقدی و توزیع آن بین سهامداران آگاهی یابند تا از یک سو تصویری روشن از وضعیت کنونی شرکت به دست آورند و از سوی دیگر، بتوانند وضعیت آینده شرکت را مورد ارزیابی قرار دهند. در این میان، سود سهام نقدی به دلیل عینیت و ملموس بودن، نزد ذینفعان و مدیران شرکت‌ها، از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است.

درک و فهم عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود علاوه بر حفظ منافع سرمایه گذاران، باعث رشد شرکت و در نهایت افزایش امکان سودآوری و جلب رضایت سهامداران از سیاست‌های شرکت می‌شود. به طوری که عملکرد شرکت و رابطه آن با، تأمین کنندگان عمده که کالا و خدمات حیاتی و مورد نیاز شرکت را تأمین می‌کنند و هم چنین، رابطه شرکت با مشتریان عمده که بخش بزرگی از فروش‌های یک شرکت را تشکیل می‌دهند، از جمله عواملی است که می‌تواند میزان سود تقسیمی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. (صراف و چاووشی طهرانی، ۱۳۹۵)

## ۲-۲- نقش مالکان نهادی در تقسیم سود شرکت‌ها

در زمینه ارتباط بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود دو دیدگاه متناقض زیر وجود دارد:

- وجود ارتباط معکوس: در زمان وجود تضاد منافع، فعالیت نظارت خارجی یا بیرونی، عنصر کنترلی مهمی به شمار می‌رود. سهامداران نهادی یک گروه از نظارت کنندگان خارجی به شمار می‌روند. اگر سرمایه گذاران نهادی بزرگ به عنوان نمایندگان نظارتی عمل کنند و سود تقسیمی به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی پرداخت شود بر اساس نظریه نمایندگی باید رابطه جایگزینی بین سیاست تقسیم سود و مالکیت نهادی وجود داشته باشد. این رابطه، وجود ارتباط منفی بین درصد سهام تحت تملک مالکان نهادی و سیاست تقسیم سود را ایجاد می‌کند. به علاوه بر اساس فرضیه پیام رسانی، مدیران با آگاهی و اطلاعات بیشتر نسبت به بازار، انتظارات خود را در مورد عایدات آینده شرکت با پرداخت سود به بازار مخابره می‌کنند. چنین استدلال می‌شود که سود تقسیمی و سهامداران نهادی ممکن است به عنوان ابزارهای پیام رسانی جایگزین قلمداد شوند. حضور سهامداران بزرگ ممکن است نیاز به استفاده از سود تقسیمی را به عنوان پیامی از عملکرد مناسب کاهش دهد زیرا خود این سهامداران می‌توانند به عنوان پیام معتبرتر عمل کنند. حضور مالکان نهادی ممکن است به بازار مخابره کند که هزینه‌های نمایندگی به دلیل فعالیت‌های نظارتی این گروه از سهامداران کاهش یافته است (ستایش و کاظم نژاد، ۱۳۸۹).

- وجود ارتباط مستقیم (مثبت): انگیزه سرمایه گذاران نهادی در زمینه سواری مجانی از فعالیت‌های نظارتی ایجاد می‌کند که این گروه از سرمایه گذاران به نظارت مستقیم توسط خودشان تمایلی نداشته باشند. این سرمایه گذاران به جای نظارت مستقیم، شرکت‌ها را به افزایش سود تقسیمی وادار می‌کنند؛ به عبارت دیگر، سرمایه گذاران نهادی ترجیح می‌دهند تا جریان‌های نقدی آزاد در قالب سود تقسیمی توزیع شود تا هزینه‌های نمایندگی مربوط به جریان‌های نقدی آزاد کاهش یابد. بر اساس نظریه نمایندگی، در زمان وجود تضاد منافع بین مدیر و سهامدار، پرداخت‌های

سود تقسیمی منظم می‌تواند تضادهای نمایندگی را کاهش دهد و از این طریق، دامنه سوء استفاده احتمالی از منابع توسط مدیریت کاهش می‌یابد. بر اساس این مفروضات و با توجه به اینکه سود انباشته یک منبع تأمین مالی داخلی است، پرداخت سود تقسیمی، شرکت‌ها را ملزم می‌کند تا در زمان نیاز به تأمین مالی به بازارهای سرمایه بیرونی یا خارجی متوسل شوند. این امر نظارت بازار سرمایه را بر شرکت تحمیل می‌کند. نقش مالکان نهادی از ترجیحات مالکان نهادی مبنی بر توزیع جریان‌های نقدی به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی می‌شود. با توجه به موقعیت دارای نفوذ و اثرگذار سرمایه‌گذاران نهادی، انتظار می‌رود این گروه از مالکان بر سیاست‌های مالی شرکت شامل سیاست تقسیم سود تأثیر داشته باشند. بر این اساس، مالکان نهادی ممکن است با تمایل مدیران مبنی بر انباشت بیشتر جریان‌های نقدی مخالفت، و با توجه به قدرت رأی خود، مدیران را به تقسیم سود وادار کنند (همان منبع). از طرفی بر اساس فرضیه نظارت فعال، نقش مالکان نهادی در تئوری‌های تقسیم سود، از ترجیحات مالکان نهادی، مبنی بر توزیع جریان‌های نقدی به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی می‌شود. با توجه به موقعیت دارای نفوذ و اثرگذار سرمایه‌گذاران نهادی، انتظار می‌رود این گروه از مالکان، بر سیاست‌های مالی شرکت، شامل سیاست تقسیم سود تأثیر داشته باشند. بر این اساس، مالکان نهادی ممکن است با تمایل مدیران مبنی بر انباشت بیشتر جریان‌های نقدی مخالفت، و با توجه به قدرت رأی خود، مدیران را به تقسیم سود وادار کنند. این سرمایه‌گذاران معمولاً خواهان ارائه اطلاعات صحیح و به موقع در مورد شرکت هستند و به‌طور مستمر، شرکت را برای ارائه دقیق و صحیح درباره سود آتی مورد کنکاش قرار می‌دهند. آنان اطلاعات مرتبط با ارزش سهام را که در سود سال جاری منعکس نیستند، تجزیه و تحلیل و در قیمت‌های سهام لحاظ می‌کنند. بر اساس تئوری علامت دهی، مدیران با آگاهی و اطلاعات بیشتر نسبت به بازار، انتظارات خود را در مورد عایدات آینده شرکت با پرداخت سود به بازار مخابره می‌کنند و چنین استدلال می‌شود که سود تقسیمی و سهامداران نهادی ممکن است به عنوان ابزارهای پیام‌رسانی جایگزین قلمداد شوند. حضور سهامداران بزرگ ممکن است نیاز به استفاده از سود تقسیمی را به عنوان پیامی از عملکرد مناسب کاهش دهد. زیرا خود این سهامداران می‌توانند به عنوان پیام معتبرتر عمل کنند. حضور مالکان نهادی ممکن است به بازار مخابره کند که هزینه‌های نمایندگی به دلیل فعالیت‌های نظارتی این گروه از سهامداران کاهش یافته است. (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۳: ۳-۵)

### ۲-۳- نقش مالکان شرکتی در تقسیم سود شرکت‌ها

مالکیت شرکتی<sup>۴</sup> برابر درصد سهام نگهداری شده توسط سایر شرکت‌های سهامی از کل سهام سرمایه شرکت می‌باشد و شامل تمام انواع شرکت‌های سهامی بجز شرکت‌های دولتی و مالکیت خارجی است. انگیزه سهامداران بزرگ برای جمع آوری اطلاعات و نظارت بر مدیریت، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد (کومار، ۲۰۰۳: ۵). مالکیت متمرکز، مربوط به وجود سرمایه گذار استراتژیک<sup>۵</sup> می‌باشد. هر چه مالکیت متمرکز بیشتر باشد، توانائی مالکان در کنترل هزینه‌ها بعلا افزایش نظارت بر مدیریت (از جمله تقسیم سود)، بهبود می‌یابد. از طرفی مالکیت متمرکز بیشتر همچنین توانائی مدیریت در کنترل هزینه‌ها را با توجه به کاهش انگیزه در دستیابی به اطلاعات خنثی می‌نماید (ارن هارت و لیزال، ۲۰۰۶: ۱۱۲).

### ۲-۴- مباحث درون‌زائی در رابطه با تقسیم سود

مدل‌های تک معادله ای دارای یک متغیر وابسته یا درون‌زا (Y) و یک یا چند متغیر توضیحی (X) می‌باشند<sup>۶</sup> که در آن‌ها، جهت علیت از X به Y می‌باشد. از طرف دیگر یکی از مفروضات مدل کلاسیک این است که متغیرهای توضیحی غیر تصادفی و یا برون‌زا هستند. بدیهی است که ممکن است چنین شرایطی برقرار نباشد و یک متغیر درون‌زا تابعی از متغیر درون‌زای دیگر باشد که خود نیز نیاز به معرفی معادله دیگری دارد. بدین ترتیب به جای یک معادله با چند معادله (سیستم معادلات) مواجه ایم که این وضعیت موجب نقض فرض روش OLS می‌شود. (سوری، ۱۳۹۲: ۶۲۵ و ۶۲۶)

در اغلب مطالعات فرض شده که متغیر مالکیت، برون‌زا<sup>۷</sup> می‌باشد. اما، ساختارهای مالکیت بصورت برون‌زا ارائه نمی‌شوند و یا بصورت تصادفی تعیین نمی‌گردند. در عوض، ساختارهای مالکیت بعنوان نتیجه<sup>۸</sup> مکانیزم‌های خود انتخابی<sup>۸</sup>، تعیین شده که توسط سیاست‌های تقسیم سود، متأثر می‌شوند. دمستز و لن (۱۹۸۵) بیان کردند که انتخاب‌های مربوط به مالکیت توسط سهامداران، نتایج درون‌زای رفتار حداکثرسازی ارزش می‌باشند. هیملبرگ و همکاران (۲۰۰۲) خطرات مشترک عدم تشخیص درون‌زایی متغیرهای مالکیت و نسبت‌های ترازنامه را تشریح نمودند. تحت شرایطی که متغیر مالکیت، درون‌زا باشد، تخمین‌زن‌های OLS دچار تورش خواهند شد (الستون و همکاران، ۲۰۱۱). راهکار PSM برای کنترل درون‌زائی مالکیت بکار می‌رود. لذا در این تحقیق، روش PSM برای ارزیابی اثراتی است که متغیرهای مالکیت بیرونی درون‌زا (شامل مالکیت نهادی و شرکتی) بر روی رفتار تقسیم سود دارند. شایان ذکر است متغیر مالکیت، پویا<sup>۹</sup> است یعنی با تغییر شرایط،

تغییر می‌یابد (پس مالکیت، توسط سهامداران، بصورت تصادفی انتخاب نمی‌شود) همچنین درون‌زایی، مربوط به متغیرهای توضیحی است. (دی جونگ و همکاران، ۲۰۱۳)

### ۳- پیشینه پژوهش

#### ۳-۱- تحقیقات خارجی

پارانتامان و اکانیاک<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۷) به مطالعه تأثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود در سالهای ۲۰۱۰ الی ۲۰۱۵ در کلمبیا پرداختند. برای حاکمیت شرکتی از معیارهایی نظیر اندازه هیات مدیره، ساختار مالکیت استقلال هیات مدیره و وظیفه دوگانه مدیر عامل استفاده شد. نتایج نشان دهنده اثر مثبت دوگانگی مدیر عامل و تأثیر منفی ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود بود. اندازه و استقلال هیات مدیره اثر معنی داری بر سیاست تقسیم سود نداشت. اندازه شرکت و سودآوری نیز سیاست تقسیم سود شرکت را تبیین نمودند.

بی جورن و لانتز<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۶) به دنبال تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌های دولتی بر خطی مشی تقسیم سود (بازده سود و نسبت تقسیم سود) در سالهای ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ در بورس استکهلم بودند. نتایج نشان دهنده ارتباط مثبت معنی دار مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود بود. همچنین سرمایه‌سازی بازار<sup>۱۲</sup>، بازده دارایی‌ها (ROA) و قیمت به ارزش دفتری (P/B) ارتباط مستقیمی با نسبت سود پرداختی دارد.

گوسنی<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی اثر سازوکار حاکمیت شرکتی، سودآوری، ریسک سیستماتیک (بتا) و اندازه شرکت بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های اندونزی در دوره ۲۰۰۹ الی ۲۰۱۳ پرداخت. نتایج نشان داد که ریسک سیستماتیک و هیات مدیره اثر مثبت معنی داری بر سیاست تقسیم سود داشته ولی اندازه شرکت اثر منفی معنی داری دارد حال آنکه سودآوری و مالکیت نهادی اثر معنی داری را بر خطی مشی تقسیم سود ندارند.

النجار و کلینکارسلن<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۶) اثر ساختار مالکیت بر تقسیم سود را در فاصله زمانی ۲۰۰۳ الی ۲۰۱۲ در بورس استانبول مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که مالکیت دولتی و خارجی منجر به احتمال پرداخت سود کمتر بوده، حال آنکه مالکیت خانوادگی، سهامداران غالب و نهادهای مالی بومی با احتمال پرداخت سود ارتباط معنی داری ندارند.

پان و همکاران<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام بر سیاست تقسیم سود در اصلاح ساختار تجزیه سهام در شرکت‌های چینی پرداختند. نتیجه تحقیق آن‌ها نشان داد که بطور متوسط بعد از عملیات اصلاح و بازسازی، سود نقدی کاهش قابل



ملاحظه ای داشته است که این کاهش برای شرکت‌های با نرخ‌های رشد بالا و نقدینگی بالا بوده است.

بنلمیح<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۴) با استفاده از نمونه ای از مشاهدات ۲۲۳۸۹ سال-شرکت از آمریکا در طول دوره ۱۹۹۱ الی ۲۰۱۲، دریافت که شرکت‌های با مسئولیت اجتماعی بالاتر، سود بیشتری را نسبت به شرکت‌های با مسئولیت اجتماعی پائین، پرداخت می‌کنند. همچنین شرکت‌های با مسئولیت اجتماعی بالاتر، سود با ثبات تری دارند. یافته‌های آن‌ها با لحاظ نمودن مفروضات دیگر و تصریح‌های مدل و همچنین مسائل درون‌زائی و سوگیری انتخاب، مستحکم هستند.

کرین و همکاران<sup>۱۷</sup> (2014) در تحقیقی نشان دادند که مالکیت نهادی بالا باعث پرداخت سود بیشتر و باز خرید بیشتر سهام توسط شرکت می‌گردد. در این تحقیق، درون‌زائی مابین سیاست‌های شرکت و مالکیت با نشان دادن این مسئله که مالکیت تصادفی توسط مؤسسات، باعث پرداخت سود بیشتر می‌شود، از بین رفت. این محققین همچنین حساسیت نتایج نسبت به روش متوقف سازی رگرسیون را آزمون نمودند.

تاناتاوی<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۳) به بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در نمونه ای شامل ۱۹۲۷ مشاهده در تایلند در دوره ۲۰۰۲ الی ۲۰۱۰ پرداخت. در این تحقیق، محقق ابتدا متغیرهای درون‌زای بالقوه نظیر مالکیت شخصی بومی (DINDV) و مالکیت شخصی خارجی (FINDV) که به نظر ارتباط معنی داری با پرداخت سود داشت را در دو مرحله آزمون نمود. ابتدا شکل رگرسیون‌های خلاصه شده OLS از DINDV و FINDV بر روی تمام متغیرهای برون‌زا (یعنی متغیرهای کنترل) و یک متغیر ابزاری با اسم عمر شرکت، تخمین زد. سپس رگرسیون‌های توبیت از DPR را بر روی متغیرهای برون‌زا، متغیرهای درون‌زای بالقوه به شرح فوق و جملات باقیمانده یا خطای ناشی از تخمین شکل خلاصه شده OLS در مرحله اول، تخمین زد. نتایج حاکی از این بود که شرکت‌های تایلندی به هنگامیکه تمرکز مالکیت بالائی دارند یا بزرگ‌ترین سهامدار یک موسسه باشد، سود بیشتری پرداخت می‌کنند.

دی جونگ و همکاران<sup>۱۹</sup> (۲۰۱۳) در تحقیقی به استفاده مالکان غالب از اهرم برای تأمین مالی بلوکشان و ارتباط آن با سیاست تقسیم سود پرداختند و فرض کردند که اهرم دارندگان بلوک سهام، منجر به سودهای تقسیمی بالاتر و سرمایه‌گذاری‌های کمتر می‌گردد زیرا سودهای تقسیمی، ملزم به خدمت رساندن به بدهی دارندگان بلوک سهام می‌گردند (فرضیه خدمات بدهی). آن‌ها از داده‌های شرکت‌های فرانسوی استفاده کردند. در این شرکت‌ها، دارندگان بلوک سهام برای ایجاد ساختار اهرمشان در شرکت‌های هلدینگ هرمی<sup>۲۰</sup>، دارای انگیزه‌های مالیاتی هستند.

برمبرگر و همکاران<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۳) با استفاده از پانلی از ۱۰۶ شرکت دولتی اروپائی در دوره ۱۹۸۶ الی ۲۰۱۱، اثر انگیزه قانونی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های برق را مطالعه کردند. بعد از کنترل درون‌زائی بالقوه<sup>۲۲</sup> سازوکار قانونی، نتایج نشان‌دهنده<sup>۲۳</sup> این بود که شرکت‌های ارائه‌دهنده خدمات برق با توجه به انگیزه‌های قانونی، سودهای تقسیمی‌شان را نسبت به شرکت‌های دیگر، کمتر هموار می‌کنند. آن‌ها از تخمین زن GMM برای الگوهای داده‌های پانلی متغیر وابسته وقفه دار و برخی از رگرسورهای (برآوردگرهای) بالقوه درون‌زا استفاده کردند.

کلارک<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۲) در رساله خود اندازه و پراکندگی در دارندگان مالکیت قابل توجه و تأثیر آن بر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود را با استفاده از نمونه‌ای از دارندگان مالکیت قابل توجه از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۹ تحقیق نمود. نتیجه این شد که این مالکین، به لحاظ اقتصادی اثر معنی داری را بر سطح سود تقسیم شده توسط مدیریت دارند. وی در تحقیق خود ارتباط درون‌زای بین کنترل توسط مالکان اصلی و سطح بدهی و سود تقسیمی را بررسی نمود. هدف این مقاله با توجه به تأثیر مالکان اصلی بر سیاست‌های شرکت، تمرکز بر پرداخت سود و اهرم است. وی معتقد است مشکل اساسی مرتبط با هر مطالعه‌ای در خصوص ساختار مالکیت، درون‌زائی است. یعنی نمی‌توان فرض کرد که سهامداران دارای مالکیت قابل توجه، بصورت تصادفی، سهام شرکت را خریداری می‌کنند. بلکه آن‌ها احتمالاً توسط فاکتورهای اقتصادی تعیین می‌شوند. در تحقیق ایشان، دو روش برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده شد. اول، مدل پانلی با اثرات ثابت برای تصحیح ناهمگنی غیر قابل مشاهده<sup>۲۳</sup> و سپس، مدل گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) که اغلب درون‌زائی پویا را تصحیح می‌کند، استفاده گردید.

الستون و همکاران<sup>۲۴</sup> (۲۰۱۱) در مطالعه‌ای به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و رفتار تقسیم سود در آلمان پرداختند. آن‌ها با بکارگیری PSM برای تشخیص مسائل درون‌زائی، گریزی از مطالعات اقتصادسنجی قبلی داشتند. شواهد نشان داد که نه مالکیت نهادی و نه کنترل بانکی در تعیین سود تقسیمی، معنی دار نیستند. یافته‌ها مطابق با ماهیت محیطی مؤسسات در آلمان می‌باشند که بخاطر نفوذ مدیریت در عدم توزیع درصد قابل توجهی از سودخالص و نبود انگیزه‌های مالیاتی، باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی مرتبط با تضاد منافع سهامداران و مدیر در مورد مصرف جریان نقدی آزاد شرکت می‌شود.

هارادا و نگوین<sup>۲۵</sup> (۲۰۱۱) به بررسی نقش تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های ژاپنی پرداختند. در ابتدا درون‌زائی مالکیت با استفاده از ابزارهایی نظیر عمر شرکت و تمرکز مالکیت متوسط صنعت در رگرسیون‌های اثر تیمار و حداقل مربعات دو مرحله‌ای، کنترل شد. نتایج حاکی از آن بود که تمرکز مالکیت مرتبط با سودهای تقسیمی کمتر بود. آن‌ها سیاست

تقسیم سود را با متغیرهای نسبت سود تقسیمی به سود عملیاتی و نسبت سود تقسیمی به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام تحلیل نمودند. برای رفع درون‌زائی، از رویکرد تخمین متغیر ابزاری و با استفاده از سه ابزار انجام شد: عمر شرکت، مجذور عمر شرکت و تمرکز مالکیت صنعت (متوسط تمرکز مالکیت سایر شرکت‌ها در همان صنعت). متغیرهای توضیحی نیز در تحقیق آن‌ها شامل سودهای تقسیمی وقفه دار و تغییر در سودآوری ( $\Delta ROA$ ) و تغییر در اهرم مالی می‌باشند. دمستز و ویلاونگا<sup>۲۶</sup> (۲۰۰۱) با بررسی 223 شرکت آمریکایی و با بکارگیری آزمون OLS و استفاده از نسبت کیوتوبین دریافتند هیچگونه ارتباط معنی داری بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود ندارد. در عین حال بیان داشتند نه تنها باید ساختار مالکیت به عنوان یک متغیر درون‌زا در نظر گرفته شود بلکه باید به طور همزمان ترکیبی از سهامداری‌های افراد مختلف با منافع متفاوت مدنظر قرار گیرد.

### ۳-۲- تحقیقات داخلی

صراف و چاووشی طهرانی (۱۳۹۵) با نمونه ای متشکل از 99 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی ارتباط بین عرضه کنندگان و مشتریان عمده کالا و خدمات با سیاست تقسیم سود شرکت‌ها پرداختند. یافته‌ها حاکی از آن است که چنانچه شرکت خرید عمده داشته باشد، توانایی توزیع سود نقدی کمتری دارد و بالعکس چنانچه دارای مشتریان عمده باشد و فروش محصولاتش را به صورت عمده انجام دهد، می‌تواند به صورت مستمر و سالانه به توزیع سود پرداخته و نیاز سهامداران خود را برآورده سازد.

دموری و دهقانی فیروزآبادی (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر سیاست تقسیم سود پرداختند. برای تخمین مدل پژوهش از روش رگرسیون لاجیت استفاده شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، عدم تقارن اطلاعاتی موجود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر منفی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارد. این یافته نتایج مدل علامت دهی را تأیید نمی‌کند. همچنین، مدل نهایی نشان می‌دهد، از بین سایر مشخصات شرکت، سودآوری، اندازه و ریسک شرکت بر سیاست تقسیم سود اثرگذار هستند.

اعتمادی و احمدیان (۱۳۹۲)، به بررسی تأثیر نوع بزرگ‌ترین سهامدار بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در یک بررسی 5 ساله آن‌ها دریافتند که سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌هایی که بزرگ‌ترین سهامدار آن‌ها داخلی و یا دولتی می‌باشد به صورت مثبتی متأثر از میزان مالکیت آن‌ها می‌باشد و همچنین یافته‌ها حاکی از

آن است که سهامداران داخلی سیاست تقسیم سود پایین تری را اتخاذ و سود انباشته را بر سیاست تقسیم سود بیشتر ترجیح می‌دهند.

رجبی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین رویه‌های نظام راهبری شرکتی و سیاست تقسیم سود پرداختند. مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی مورد تحقیق شامل مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار، دومین سهامدار عمده، مالکیت اعضای هیات مدیره، دولتی بودن، سهام شناور آزاد، وجود مدیران غیر موظف در ترکیب هیات مدیره و جدایی مدیر عامل از اعضای هیات مدیره بوده است. نتایج حاصل نشان داد که ارتباط مثبت معنی داری بین متغیرهای مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار و دومین سهامدار عمده بر سیاست تقسیم سود وجود داشت ولی ارتباط معنی داری بین سایر متغیرها و سیاست تقسیم سود مشاهده نگردید.

حساس یگانه و پاک‌مرام (۱۳۹۱) به ارزیابی تأثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد مرجع حسابرسی (کیفیت حسابرسی) شرکت به عنوان بعد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی، تأثیر معنی‌دار و مثبتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارند. بعلاوه، تأثیر معنی‌دار متغیرهای کنترلی سود سهام نقدی سال قبل، سود سهمی، فرصت سرمایه‌گذاری، جریان نقدی آزاد، سودآوری، اهرم و اندازه شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأیید شد.

مشایخ و عبداللهی (۱۳۹۰) در مطالعه‌ای درصد شناسایی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بودند. از اینرو، تعداد ۶۴ شرکت در طی دوره ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ بررسی شدند. نتایج تحقیق نشان داد در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین تمرکز مالکیت و دو معیار عملکرد یعنی ROE و Q توبین رابطه معنادار وجود دارد همچنین بین معیارهای عملکرد ROA و Q توبین و نسبت سود تقسیمی رابطه‌ای معنادار مشاهده شد. در عین حال، از نظر آماری رابطه‌ای معنادار بین تمرکز مالکیت و نسبت سود تقسیمی مشاهده نشد.

#### ۴- فرضیه‌ها

سؤال اصلی تحقیق عبارت است از: آیا ساختار مالکیت بیرونی بر سیاست تقسیم سود مؤثر است؟ بدین منظور فرضیه‌های زیر تدوین می‌شوند:

- الف- بین مالکیت نهادی متمرکز و سیاست تقسیم سود رابطه درون‌زا وجود دارد.
- ب- بین مالکیت شرکتی متمرکز و سیاست تقسیم سود رابطه درون‌زا وجود دارد.

با توجه به فرضیه‌های طراحی شده تحقیق، مدل ۱ تدوین می‌گردد:

$$DPR_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 INS_{i,t} + \alpha_3 CORP_{i,t} + \alpha_4 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

که در آن:  $DPR_{i,t}$ : معادل نسبت سود تقسیمی در سال مورد نظر می‌باشد که بعنوان متغیر مجازی است. (در صورتیکه سود بیشتر از ۱۰ درصد توزیع شود برابر یک وگرنه برابر صفر می‌باشد).

$INS_{i,t}$ : سرمایه گذاران نهادی متمرکز (متغیر مستقل تحقیق).

$CORP_{i,t}$ : سرمایه گذاران شرکتی متمرکز (متغیر مستقل تحقیق).

$Control_{i,t}$ : نشان‌دهنده متغیرهای کنترلی تحقیق می‌باشد و این متغیرها عبارت‌اند از: سود خالص (که با جمع دارایی‌ها تعدیل شده است)، سود انباشته (که با جمع دارایی‌ها تعدیل شده است)، اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها)، اهرم مالی (جمع بدهی‌ها تقسیم بر جمع دارایی‌ها)، سودآوری (سود عملیاتی تقسیم بر جمع دارایی‌ها)، زمان (نشان دهنده سال توزیع سود است که بعنوان متغیر مجازی در نظر گرفته شده است. چنانچه سال رونق باشد عدد یک در غیر اینصورت صفر منظور می‌گردد)، نوع صنعت (بعنوان متغیر مجازی در نظر گرفته شده است. چنانچه شرکت جزو صنایع پر بازده باشد عدد یک در غیر اینصورت صفر منظور می‌گردد) و فرصت‌های رشد (درصد سالانه تغییر در فروش).

در این پژوهش به مانند پژوهش‌های صورت گرفته توسط مشایخ و عبداللهی (۱۳۹۰)؛ روحی و همکاران (۱۳۹۰) و اعتمادی و احمدیان (۱۳۹۲)، برای تمرکز مالکیت، مالکیت بیش از ۵٪ استفاده می‌گردد. همچنین بر اساس تحقیق کلارک (۲۰۱۲) طبق قانون شرکت‌های استرالیائی<sup>۲۷</sup>، دارندگان مالکیت قابل توجه<sup>۲۸</sup>، اشخاصی هستند که حداقل ۵٪ کل سهام دارای رأی را داشته باشند و بر اساس تحقیق دی جونگ و همکاران (۲۰۱۰) مالکان غالب<sup>۲۹</sup>، افرادی هستند که درصد مالکیتشان بالای ۵٪ است. شایان ذکر است که اطلاعات مربوط به سهامداران با مالکیت بیش از ۵٪ سهام از یادداشت‌های توضیحی پیوست صورت‌های مالی قابل استخراج است. مالکیت شرکتی، بر اساس این مطالعه، برابر درصد سهام نگهداری شده توسط سایر شرکت‌های سهامی از کل سهام سرمایه‌گذار شرکت می‌باشد و شامل تمام انواع شرکت‌های سهامی است، بجز شرکت‌های دولتی و نهادهای مالی خارجی. (ستایش و کاظم نژاد، ۱۳۸۹ - ستایش و صالحی نیا، ۱۳۹۴). همچنین مالکیت نهادی، برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی، شرکت‌های بیمه، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها، و دیگر اجزای دولت است. (همان منبع).

## ۵- روش پژوهش

روش شناسی پژوهش، پس رویدادی است و چون می‌تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، لذا نوعی تحقیق کاربردی است. این پژوهش، از لحاظ روش جمع‌آوری داده‌ها، تحقیقی توصیفی است. از آنجا که روش تحقیق حاضر بر مبنای تحقیقات همبستگی است، لذا از تجزیه و تحلیل‌های رگرسیونی برای آزمون فرضیات تحقیق استفاده شده که در امر برآورد پیش‌بینی روابط بین متغیرها کاربرد گسترده‌ای دارد. تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز با استفاده از نرم‌افزار صفحه گسترده اکسل و R انجام شد. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۲-۱۳۹۴ می‌باشد که نمونه‌گیری با استفاده از روش حذف سیستماتیک انجام شد. این نمونه شامل شرکت‌هایی است که از شرایط زیر برخوردار باشند:

- ۱) سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  - ۲) طی سالهای مذکور تغییر فعالیت و تغییر سال مالی نداشته باشند.
  - ۳) شرکت جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ نباشد.
  - ۴) اطلاعات مورد نیاز در طول دوره مورد بررسی بطور کامل وجود داشته باشد.
- با اعمال شرایط فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۱۶۰ شرکت حائز شرایط بوده و به عنوان نمونه انتخاب گردید. داده‌های نمونه‌ای از و بگانه بازار اوراق بهادار تهران و نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز جمع‌آوری شده است.
- در این تحقیق، درصد بالای تقسیم سود بعنوان تیمار در نظر گرفته شده و درصد پائین تقسیم سود بعنوان گروه کنترل یا مقایسه تعریف می‌شوند. در PSM پس از بکارگیری مدل‌های لاجیت، ابتدا نتایج تخمین‌های مدل، احتمال پیش‌بینی شده‌ای را از تیمار برای هر شرکت فراهم می‌آورد که به آن نمره گرایش می‌گویند. سپس با توجه به این نمره گرایش، شرکت‌های نمونه به دو دسته تقسیم می‌شوند (بر اساس این پژوهش، با توجه به تقسیم سود). سپس شرکت‌های با درصد تقسیم سود بالا، با استفاده از نمره گرایش بصورت تصادفی مرتب می‌شوند تا اینکه اولین شرکتی که درصد تقسیم سود بالا داشته با سایر شرکت‌ها که نداشته‌اند، متناظر (مچینگ) شود. پس از آن، این نمونه متناظر سازی شده کنار گذاشته می‌شود و دوباره این فرآیند برای تمامی شرکت‌هایی که درصد تقسیم سود بالا داشته‌اند، تکرار می‌شود. در نهایت با استفاده از این نمونه همسان‌سازی شده، اثرات مالکیت درون‌زا بر خطی مشی تقسیم سود، مقایسه می‌شود. در واقع در روش PSM، شرایط آزمایش تصادفی را مهیا می‌سازد.

## ۶- یافته‌های پژوهش

### ۶-۱- نتایج آمار توصیفی

در ابتدا آمار توصیفی متغیرهای کمی به صورت کلی ارائه شده است و سپس جداول فراوانی متغیرهای کیفی ارائه گردیده است.

جدول ۱- فراوانی متغیرهای کمی

فرصت‌های رشد	سود آوری	اهرم مالی	اندازه شرکت	سود انباشته	سود خالص	
۲۰۷۳	۲۰۷۸	۲۰۷۹	۲۰۸۰	۲۰۷۹	۲۰۷۸	تعداد کل مشاهدات
۰/۲۷۷	۰/۱۵۹	۰/۶۲۹	۱۳/۵۳۹	۰/۱۲۱	۰/۵۵۱	میانگین
۰/۱۶۲	۰/۱۴۰	۰/۶۴۲	۱۳/۳۸۱	۰/۱۰۵	۰/۳۵۴	میانه
-۱/۰۰۰	-۰/۶۴۵	۰/۰۱۳	۰/۰۰۰	-۱/۴۰۴	-۱/۸۵۱	مینیمم
۱۱۳/۳۹۰	۱/۰۶۷	۲/۰۷۸	۱۹/۱۰۶	۰/۷۷۱	۰/۹۳۲	ماکسیمم
۲/۵۴۶	۰/۱۳۳	۰/۲۰۳	۱/۴۸۸	۰/۱۸۰	۰/۲۱۰	انحراف استاندارد
۱۸۸۲/۳۹۵	۲/۹۳۰	۲/۹۰۸	۴/۱۹۲	۶/۳۶۴	۷/۳۵۱	چولگی
۴۲/۴۳۵	۰/۵۸۹	۰/۳۱۴	۰/۳۶۰	-۰/۷۳۴	-۰/۹۵۹	کشیدگی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس جدول ۱ مقدار ماکسیمم متغیر فرصت‌های رشد نشان دهنده این است که در شرکت مفروض، رشد فروش نسبت به سال گذشته ۱۱۳ برابر شده است و مقدار مینیمم آن نشان دهنده کاهش ۱۰۰ درصدی فروش نسبت به سال قبل می‌باشد و بطور میانگین ۲۸ درصد در بین تمامی شرکت‌ها رشد داشته است. در خصوص متغیر سودآوری، میزان سود عملیاتی بصورت متوسط ۱۶ درصد جمع دارایی‌های شرکت‌ها می‌باشد و در مورد برخی از شرکت‌ها میزان سود عملیاتی حتی فراتر از جمع دارایی‌ها رفته است. در مورد متغیر اهرم مالی برای برخی از شرکت‌ها حتی این نسبت به بالاتر از عدد ۲ رسیده است در نقطه مقابل برخی از شرکت‌ها با تخصیص ۱۳ درصد اهرم از وضعیت مالی ظاهراً بهتری برخوردارند.

جدول ۲- جداول فراوانی متغیرهای کیفی

صنعت			زمان		
درصد فراوانی	فراوانی		درصد فراوانی	فراوانی	
۴۹/۱	۱۰۲۱	۰	۳۰/۸	۶۴۰	۰
۵۰/۹	۱۰۵۹	۱	۶۹/۲	۱۴۴۰	۱
۱۰۰/۰	۲۰۸۰	مجموع	۱۰۰/۰	۲۰۸۰	مجموع
مالکیت نهادی			مالکیت شرکتی		
درصد فراوانی	فراوانی		درصد فراوانی	فراوانی	
۲۱/۷	۴۵۲	۰	۴۳/۹	۹۱۳	۰
۷۸/۳	۱۶۲۸	۱	۵۶/۱	۱۱۶۷	۱
۱۰۰/۰	۲۰۸۰	مجموع	۱۰۰/۰	۲۰۸۰	مجموع

درصد تقسیم سود		
درصد فراوانی	فراوانی	
۲۵/۳	۵۲۶	۰
۷۴/۷	۱۵۵۴	۱
۱۰۰/۰	۲۰۸۰	مجموع

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۲-۶- نتایج تحلیل آماری پژوهش و آزمون فرضیه‌ها

به منظور تحلیل آماری نتایج در این بخش به دو روش ۱. با استفاده از داده‌های پانل معمولی و ۲. با استفاده از داده‌های همسان‌سازی شده به روش PSM مورد برازش قرار داده شده و تحلیل می‌شوند. در هر دو روش ابتدا مدل رگرسیون لجستیک ساده و مدل پانل لجستیک برازش داده شده و با استفاده از معیار اکائیک (AIC) مورد مقایسه قرار می‌گیرند. مدلی که دارای AIC کمتر باشد مناسب‌تر بوده و به عنوان مدل نهایی برازش داده می‌شود. نتایج گزارش شده به منظور بررسی معناداری متغیرها از مدل نهایی انتخاب شده حاصل می‌شود. به منظور بررسی معناداری هر یک از متغیرهای مستقل و کنترلی بر متغیر وابسته از  $p$ -مقدار محاسبه شده استفاده می‌شود. در اینجا فرضیهٔ صفر بیانگر عدم معناداری اثر متغیر مورد بررسی است. چنانچه  $p$ -مقدار کمتر از سطح خطا (۰/۰۵) باشد فرضیهٔ صفر تأیید نمی‌شود و می‌توان گفت اثر متغیر مورد نظر بر متغیر وابسته تأیید می‌شود. در ادامه نتایج حاصل با استفاده از دو روش داده‌های معمولی و داده‌های همسان‌سازی شده و براساس دو روش مدل OLS معمولی و مدل رگرسیون پانلی با یکدیگر مقایسه می‌شوند. بررسی معناداری نهایی متغیرها با توجه به مدل منتخب صورت می‌گیرد.



جدول ۳- نتایج برازش مدل به روش OLS ساده

معناداری	p- مقدار	آماره آزمون	انحراف استاندارد	برآورد	
	۰/۶۱۴۲	۰/۵۰۴	۰/۵۸۹	۰/۲۹۶۹	عرض از مبدأ
**	۰/۰۰۴۳	۲/۸۵۵	۰/۱۳۱	۰/۳۷۴	مالکیت نهادی
*	۰/۰۳۰۷	-۲/۱۶	۰/۱۱۹۹	-۰/۳۵۹۱	مالکیت شرکتی
	۰/۶۲۹۶	-۰/۴۸۲	۰/۰۰۰۰۰۰۰۳۸۵	-۰/۰۰۰۰۰۰۰۰۱۹	سود خالص
***	< ۰/۰۰۱	۷/۳۹۲	۰/۶۰۸	۴/۴۹۵	سود انباشته
	۰/۷۳۶۵	-۰/۳۳۶	۰/۰۴۱۹۳	-۰/۰۱۴۱۱	اندازه شرکت
*	۰/۰۴۶۱	۱/۹۹۵	۰/۴۱۶	۰/۸۲۹۸	اهرم مالی
*	۰/۰۱۱۹	۲/۵۱۴	۰/۶۱۸۱	۱/۵۵۴	سودآوری
***	< ۰/۰۰۱	-۴/۱۴۹	۰/۱۲۰۸	-۰/۵۰۱۲	فرصت‌های رشد
***	< ۰/۰۰۱	-۴/۲۱۴	۰/۱۱۰۹	-۰/۴۶۷۳	صنعت
	۰/۵۹۲	۰/۵۳۶	۰/۱۱۷۹	۰/۰۶۳۱۸	زمان

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج جدول ۳ با استفاده از داده‌های معمولی (همسان سازی نشده) حاصل شده‌اند. با استفاده از این روش متغیرهای مستقل سرمایه گذاران نهادی متمرکز (INS) و سرمایه گذاران شرکتی متمرکز (CORP) بر متغیر وابسته سیاست تقسیم سود، معنادار می‌باشد.

جدول ۴- نتایج برازش مدل به روش پانل

معناداری	p- مقدار	آماره آزمون	انحراف استاندارد	برآورد	
	۰/۱۶۸۲۷	-۱/۳۷۸	۰/۶۶۷۲	-۰/۹۱۹۲	عرض از مبدأ
*	۰/۰۱۰۹	۲/۵۴۶	۰/۱۳۲۷	۰/۳۳۷۹	مالکیت نهادی
*	۰/۰۲۶۱۳	-۲/۲۲۴	۰/۱۲۰۷	-۰/۲۶۸۶	مالکیت شرکتی
	۰/۵۸۶۰۵	-۰/۵۴۵	۰/۰۰۰۰۰۰۰۳۸۵	-۰/۰۰۰۰۰۰۰۰۲۱	سود خالص
***	< ۰/۰۰۱	۷/۰۶۸	۰/۶۳۵۱	۴/۴۸۹	سود انباشته
	۰/۵۳۹۲۵	۰/۶۱۴	۰/۰۴۵۰۷	۰/۰۲۷۶۷	اندازه شرکت
.	۰/۰۶۵۸۵	۱/۸۳۹	۰/۴۲۲۶	۰/۷۷۷۴	اهرم مالی
*	۰/۰۳۷۴	۲/۰۸۱	۰/۶۵۳۱	۱/۳۵۹	سودآوری
***	< ۰/۰۰۱	-۴/۲۵	۰/۱۲۲۳	-۰/۵۱۹۶	فرصت‌های رشد
***	< ۰/۰۰۱	-۴/۱۲۹	۰/۱۱۳۶	-۰/۴۶۹۲	صنعت
**	۰/۰۰۱۳۴	۳/۲۰۸	۰/۲۷۹۱	۰/۸۹۵۶	زمان

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول ۴ ملاحظه می‌شود که در برازش مدل با استفاده از روش رگرسیون پانلی در داده‌های همسان‌سازی نشده نیز متغیرهای مستقل سرمایه‌گذاران نهادی متمرکز (INS) و سرمایه‌گذاران شرکتی متمرکز (CORP) بر متغیر وابسته سیاست تقسیم سود، معنادار می‌باشد.

جدول ۵- مقایسه روش OLS معمولی و روش پانل در داده‌های معمولی

معیار آکائیک	نام مدل
۲۰۷۸/۵	مدل OLS معمولی
۲۰۶۹/۲	مدل پانل

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸۹۵۶

معیار آکائیک معیاری است برای مقایسه میان مدل‌های رگرسیونی استفاده می‌شود. مدلی که دارای AIC کمتر باشد مدل مناسب‌تری است. بر اساس جدول ۵ ملاحظه می‌شود که با در نظر گرفتن داده‌های معمولی، معیار آکائیک با مدل رگرسیون پانلی کمتر از مدل OLS بوده و بنابراین مدل مناسب‌تری می‌باشد. در روش PSM از داده‌های همسان‌سازی شده به منظور برازش مدل رگرسیونی مورد نظر استفاده می‌شود. با توجه به ماهیت پانلی داده‌ها، در ابتدا با بکارگیری روش psm داده‌ها همسان‌سازی شده و سپس با استفاده از این داده‌ها مدل رگرسیون برازش داده می‌شود. نتایج حاصل به شرح جدول ۶ می‌باشد.

جدول ۶- نتایج برازش مدل به روش OLS ساده

معناداری	p-مقدار	آماره آزمون	انحراف استاندارد	برآورد	مبدأ
***	< ۰/۰۰۱	-۴/۴۵۶	۱/۱۷۳	-۵/۲۲۵	عرض از مبدأ
***	< ۰/۰۰۱	۵/۸۸۴	۰/۳۷۴۸	۲/۲۰۵	مالکیت نهادی
***	< ۰/۰۰۱	-۴/۰۰۷	۰/۲۰۶۸	-۰/۸۲۸۹	مالکیت شرکتی
	۰/۱۱۷۶۶	-۱/۵۶۵	۰/۰۰۰۰۰۰۷۷۸	-۰/۰۰۰۰۰۰۱۲	سود خالص
***	< ۰/۰۰۱	۹/۶۴۶	۱/۴۳۱	۱۳/۸	سود انباشته
	۰/۶۰۰۲	-۰/۵۲۴	۰/۰۷۴۴۶	-۰/۰۳۹۰۲	اندازه شرکت
**	۰/۰۰۹۴۷	۲/۵۹۵	۰/۸۷۱	۲/۲۶	اهرم مالی
***	< ۰/۰۰۱	۶/۲۴۹	۰/۹۸۷۹	۶/۱۷۳	سودآوری
***	< ۰/۰۰۱	-۶/۵۴۱	۰/۳۸۲۴	-۲/۵۰۱	فرصت‌های رشد
***	< ۰/۰۰۱	-۷/۹۱۷	۰/۲۲۳۳	-۱/۷۶۸	صنعت
**	۰/۰۰۴۲۵	۲/۸۵۹	۰/۲۱۶۷	۰/۶۱۹۶	زمان

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس جدول ۶ با استفاده از داده‌های همسان سازی شده نیز ملاحظه می‌شود که در مدل OLS برازش داده شده اثر متغیرهای مستقل سرمایه گذاران نهادی متمرکز (INS) و سرمایه گذاران شرکتی متمرکز (CORP) بر متغیر وابسته سیاست تقسیم سود، معنادار می‌باشد.

جدول ۷- نتایج برازش مدل به روش پانل

معناداری	p- مقدار	آماره آزمون	انحراف استاندارد	برآورد	
***	< ۰/۰۰۱	-۶/۳۴۷	۱/۵۹۵	-۹/۹۶۶	عرض از مبدأ
***	< ۰/۰۰۱	۵/۷۴۱	۰/۳۹۶۲	۲/۲۷۵	مالکیت نهادی
***	< ۰/۰۰۱	-۴/۳۳۳	۰/۳۱۷۲	-۰/۹۱۹۲	مالکیت شرکتی
.		-۱/۷۰۷	۰/۰۰۰۰۰۰۸۷۵	-۰/۰۰۰۰۰۰۱۵	سود خالص
***	< ۰/۰۰۱	۹/۵۴۳	۱/۶۹۲	۱۶/۱۴	سود انباشته
.		۱/۷۲۷	۰/۰۸۹	۰/۱۵۳۷	اندازه شرکت
**	۰/۰۰۲۲۲۸	۳/۰۵۸	۰/۹۱۲۴	۲/۷۹	اهرم مالی
***	< ۰/۰۰۱	۵/۱۴۹	۱/۰۶۶	۵/۴۹۱	سودآوری
***	< ۰/۰۰۱	-۶/۵۸۵	۰/۴۴۵	-۲/۹۳	فرصت‌های رشد
***	< ۰/۰۰۱	-۷/۱۷۲	۰/۳۳۵۷	-۱/۶۹۱	صنعت
***	< ۰/۰۰۱	۴/۷۸۷	۰/۵۷۳۳	۲/۷۴۴	زمان

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس جدول ۷ در مدل رگرسیون پانلی نیز ملاحظه می‌شود که متغیرهای مستقل سرمایه گذاران نهادی متمرکز (INS) و سرمایه گذاران شرکتی متمرکز (CORP) بر متغیر وابسته سیاست تقسیم سود دارای اثر معنادار می‌باشد.

جدول ۸- مقایسه روش OLS معمولی و روش پانل در داده‌های همسان سازی شده

نام مدل	معیار آکائیک
مدل OLS معمولی	۶۷۵/۴۴
مدل پانل	۶۵۸/۷۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

طبق جدول ۸ در مورد داده‌های همسان سازی شده با مقایسهٔ دو مدل رگرسیون OLS معمولی و رگرسیون پانلی ملاحظه می‌شود که معیار آکائیک برای مدل پانلی کمتر بوده و بنابراین،

این مدل مناسب‌تر می‌باشد. در ادامه به طور کلی بین ۴ حالت نام برده مقایسه صورت گرفته و بهترین مدل جهت برازش تعیین و تحلیل می‌شود.

جدول ۹- مقایسه نتایج برازش با استفاده از داده‌های معمولی و همسان‌سازی شده

نام مدل	معیار آکائیک	
	داده‌های معمولی	داده‌های همسان‌سازی شده
مدل OLS معمولی	۲۰۷۸/۵	۶۷۵/۴۴
مدل پانل	۲۰۶۹/۲	۶۵۸/۷۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که در جدول ۹ ملاحظه می‌شود معیار آکائیک برای داده‌های همسان‌سازی شده نسبت به داده‌های معمولی بسیار کمتر است بنابراین می‌توان نتیجه گرفت استفاده از این روش PSM و همسان‌سازی داده‌ها می‌تواند نقش بسزایی در بهبود رگرسیون برازش داده شده داشته باشد.

همچنین در مقایسه دو روش رگرسیون لجستیک معمولی و رگرسیون لجستیک پانلی با توجه به کمتر بودن معیار آکائیک در روش پانلی، این مدل به عنوان مدل منتخب جهت برازش در نظر گرفته می‌شود.

در جدول ۱۰ نتایج نهایی برازش مدل و بررسی اثر متغیرها بیان شده است. ملاحظه می‌شود که  $p$ -مقدار مربوط به متغیرهای مستقل سرمایه‌گذاران نهادی متمرکز (INS) و سرمایه‌گذاران شرکتی متمرکز (CORP) کمتر از ۰,۰۵ بوده و بنابراین این دو متغیر دارای اثر معناداری بر متغیر وابسته سیاست تقسیم سود می‌باشند. همچنین با توجه به علامت ضریب برآورد شده در مورد سرمایه‌گذاری نهادی متمرکز با توجه به مثبت بودن ضریب می‌توان گفت متمرکز بودن سرمایه‌گذاری نهادی (INS=1) سبب گرایش متغیر وابسته به سمت ۱ شدن می‌شود. به عبارت دیگر این موضوع نشان می‌دهد که با سرمایه‌گذاری نهادی متمرکز نسبت سود تقسیمی در سال بیش از ۱۰ درصد باشد (رابطه<sup>۱</sup> درون‌زای بین آن‌ها مثبت می‌باشد). اما در مورد سرمایه‌گذاری شرکتی متمرکز (CORP=1) از آنجایی که ضریب برآورد شده منفی می‌باشد، می‌توان دریافت که تمرکز در سرمایه‌گذاری شرکتی باعث گرایش متغیر وابسته به سمت صفر شده است و به بیان دیگر سبب شده است که نسبت سود تقسیمی در سال کمتر از ۱۰ درصد شود (رابطه<sup>۲</sup> درون‌زای بین آن‌ها منفی است).

در ارتباط با متغیرهای کنترلی مورد مطالعه نیز مشاهدات نشان می‌دهد که تنها متغیرهای سود خالص و اندازه شرکت دارای اثر معناداری بر سیاست تقسیم سود نمی‌باشند و سایر متغیرهای کنترلی اثر معناداری بر این متغیر وابسته می‌گذارند.

جدول ۱۰- نتایج نهایی برازش مدل و بررسی اثر متغیرها

پ- مقدار	آماره آزمون	انحراف استاندارد	بر آورد	
<۰/۰۰۱	-۶/۳۴۷	۱/۵۹۵	-۹/۹۶۶	عرض از مبدأ
<۰/۰۰۱	۵/۷۴۱	۰/۳۹۶۲	۲/۲۷۵	مالکیت نهادی
<۰/۰۰۱	-۴/۳۳۳	۰/۲۱۷۲	-۰/۹۱۹۲	مالکیت شرکتی
۰/۰۸۷۷۵۱	-۱/۷۰۷	۰/۰۰۰۰۰۰۸۷۵	-۰/۰۰۰۰۰۰۱۵	سود خالص
<۰/۰۰۱	۹/۵۴۳	۱/۶۹۲	۱۶/۱۴	سود انباشته
۰/۰۸۴۲۴۶	۱/۷۲۷	۰/۰۸۹	۰/۱۵۳۷	اندازه شرکت
۰/۰۰۲۲۲۸	۳/۰۵۸	۰/۹۱۲۴	۲/۷۹	اهرم مالی
<۰/۰۰۱	۵/۱۴۹	۱/۰۶۶	۵/۴۹۱	سودآوری
<۰/۰۰۱	-۶/۵۸۵	۰/۴۴۵	-۲/۹۳	فرصت‌های رشد
<۰/۰۰۱	-۷/۱۷۲	۰/۲۳۵۷	-۱/۶۹۱	صنعت
<۰/۰۰۱	۴/۷۸۷	۰/۵۷۳۳	۲/۷۴۴	زمان

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۷- بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش به متغیر مالکیت به عنوان متغیر درون زا نگریسته شد و در نتیجه برای رفع مشکل درون زایی از تکنیکی با عنوان روش PSM استفاده شد. همانطور که در جداول آماری پیدا است، روش PSM نسبت به روش رگرسیون معمولی نتایج بهتری را بدست می‌دهد. علت آن این است که در این روش امکان انجام آزمایش تصادفی با استفاده از تولید داده‌های فراوان و همسان سازی این داده‌ها بر اساس نمره گرایش مهیا گردیده و مشکل درون زایی و سوگیری در انتخاب و همچنین خود انتخابی رفع می‌گردد. بر اساس جداول آماری پژوهش، معیار آکائیک برای داده‌های همسان سازی شده نسبت به داده‌های معمولی بسیار کمتر است بنابراین می‌توان نتیجه گرفت استفاده از روش PSM و همسان سازی داده‌ها می‌تواند نقش بسزایی در بهبود رگرسیون برازش داده شده داشته باشد و نتایج حاصل از آن نسبت به داده‌های معمولی معنی داری بیشتری دارد. در نهایت می‌توان گفت که p-مقدار مربوط به متغیرهای مستقل سرمایه گذاران نهادی متمرکز (INS) و سرمایه گذاران شرکتی متمرکز (CORP) کمتر از ۰,۰۵ بوده و بنابراین بین این دو متغیر و متغیر

وابسته سیاست تقسیم سود رابطه درون‌زای معناداری وجود دارد. اثر این رابطه در خصوص متغیر سرمایه‌گذاری نهادی، مثبت بوده ولی در خصوص سرمایه‌گذاری شرکتی، منفی می‌باشد. یافته‌های پژوهش‌های گویای این مطلب است که هر چه مالکیت نهادی متمرکزتر باشد، تقسیم سود بیشتری صورت گرفته (مطابق با فرضیه نظارت فعال) اما با وجود مالکیت نهادی متمرکز، سود کمتری توزیع می‌گردد (مطابق با فرض پیام‌رسانی). نتایج این پژوهش مشابه پژوهش‌های کلارک (۲۰۱۲)، تاناتاوی (۲۰۱۳)، کرین و همکاران (۲۰۱۴)، اعتمادی و احمدیان (۱۳۹۲)، رجبی و همکاران (۱۳۹۲) و برخلاف پژوهش‌های دمسترز و ویلاونگا (۲۰۰۱)، هارادا و نگوین (۲۰۱۱)، ال‌ستون و همکاران (۲۰۱۱)، گوسنی (۲۰۱۶)، پارانتامان و اکانیاک (۲۰۱۷)، دموری و دهقانی فیروزآبادی (۱۳۹۳)، مشایخ و عبداللهی (۱۳۹۰) می‌باشد. در ارتباط با متغیرهای کنترلی مورد مطالعه نیز مشاهدات نشان می‌دهد که تنها متغیرهای سود خالص و اندازه شرکت دارای اثر معناداری بر سیاست تقسیم سود نمی‌باشند و سایر متغیرهای کنترلی اثر معناداری بر این متغیر وابسته می‌گذارند.

پیشنهادات در خصوص این مقاله عبارت‌اند از:

- ۱) با توجه به اینکه مالکیت به عنوان یک متغیر درون‌زا است نه برون‌زا، یعنی مالکان شرکت‌ها بصورت تصادفی شرکت‌ها را جهت سرمایه‌گذاری انتخاب نمی‌کنند و هر کدام با اهداف مختلفی (از جمله تقسیم سود، میزان سود، بازده سهام و ...) جذب شرکت‌ها می‌شوند لذا به لحاظ آماری شرایط آزمایش تصادفی مهیا نمی‌گردد (سوگیری در انتخاب) و در نتیجه باعث تورش در ضرایب رگرسیون می‌شود. بنابراین به محققان توصیه می‌شود که اولاً به متغیر مالکیت در انجام تحقیقات بصورت متغیر درون‌زا نگریده شود و در ثانی با استفاده از سایر روش‌های آماری از جمله  $GMM$ ،  $2SLS$ ،  $3SLS$ ، رگرسیون با اثرات ثابت، استفاده از متغیرهای ابزاری بیشتر در مدل و ... به دنبال رفع این نقیصه باشند و نتایج این روش‌ها را با نتایج این پژوهش مقایسه نمایند.
- ۲) بر اساس برخی از تحقیقات خارجی، برای تمرکز مالکیت از مالکیت بالای ۲۵٪ استفاده شده است. علاوه بر آن پیشنهاد می‌شود از شاخص هرفیندال نیز استفاده شود. همچنین برای تبیین تمرکز مالکیت، از سهام‌شمار آزاد استفاده شود.
- ۳) در صورت برداشته شدن تحریم‌ها علیه ایران، احتمال سرازیر شدن سرمایه‌های خارجی به کشور زیاد می‌شود. لذا انجام تحقیقی بصورت مجزا در خصوص بررسی رابطه درون‌زای مالکیت خارجی و تقسیم سود بر اساس روش  $PSM$  پیشنهاد می‌شود. همچنین اثر سایر

- انواع تمرکز مالکیت از جمله مالکیت خانوادگی، مدیریتی، سهامداران حقیقی و ... بر خطی  
مشی تقسیم سود بر اساس روش PSM سنجیده شود.
- (۴) متغیر تقسیم سود بعنوان متغیر مستقل و متغیر مالکیت اعم از نهادی و شرکتی بصورت  
وابسته در نظر گرفته شده و با توجه به سایر متغیرهای کنترلی موجود در این پژوهش تأثیر  
خطی مشی تقسیم سود بر تمرکز مالکیت نهادی و شرکتی بر اساس روش PSM لحاظ  
شود (با توجه به تئوری مشتری سود سهام).
- (۵) برای سنجش متغیر وابسته بجای DPR، از مواردی از جمله: نسبت سود تقسیمی به سود  
عملیاتی، یا نسبت سود تقسیمی به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، یا تغییرات در سود  
تقسیمی نسبت به سال قبل و یا تصمیم به پرداخت سود استفاده شده (به روش PSM) و  
نتایج آن با این تحقیق مقایسه شود.  
همچنین پیشنهادات کاربردی شامل:
- (۱) به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که برای سرمایه گذاری به نوع صنعت، زمان و سال  
توزیع سود (سال رکود و رونق بورس)، رشد فروش، میزان سود انباشته، اهرم مالی توجه  
ویژه داشته باشند. همچنین به سرمایه گذاران جزء توصیه می شود برای کاهش  
هزینه های نمایندگی به وجود سرمایه گذاران نهادی و شرکتی توجه خاص داشته باشند.  
زیرا آن ها خود بعنوان یک عامل نظارتی و همچنین پیام رسان قلمداد می شوند.
- (۲) به مدیران نیز توصیه می شود جهت کاهش هزینه های نمایندگی خود سعی در جذب یا  
حفظ سهامداران غالب داشته باشند. زیرا وجود آن ها به مثابه سیگنال مثبت برای جذب  
سرمایه های سرمایه گذاران تلقی می گردد.
- (۳) به سازمان بورس توصیه می شود با الزام به شفاف سازی بیشتر شرکت ها، امکان حضور  
سرمایه گذاران نهادی و شرکتی بیشتر را در بازار سرمایه فراهم سازد. زیرا وجود این نوع  
سرمایه گذاران، بعنوان ابزار ترغیب کننده<sup>۱</sup> بیشتری برای افرادی است که در بورس  
حضور دارند و یا سرمایه گذارانی است که بنا به کارایی ضعیف بازار سرمایه، حاضر به  
سرمایه گذاری در این بازار نیستند.

## فهرست منابع

- ۱) اعتمادی، حسین و وحید احمدیان، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر نوع بزرگ‌ترین سهامدار بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، شماره سوم، صص ۴۹-۶۶.
- ۲) اعتمادی، حسین و علی اصغر انواری رستمی و وحید احمدیان، (۱۳۹۳)، "آزمون نظریه‌های اصلی تقسیم سود با تأکید بر نقش سهامداران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ششم، شماره سوم، شماره پیاپی (۲۱)، صص ۱-۲۰.
- ۳) جهانخانی، علی وسعید قربانی، (۱۳۸۴)، "شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، صص ۲۷-۴۸.
- ۴) حساس یگانه، یحیی و عسگر پاک مرام، (۱۳۹۱)، "ارزیابی تأثیر ابعاد کنترلی و شفافیت اطلاعات مالی حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۴، شماره ۱۵، صص ۸۵-۱۱۶.
- ۵) دموری، داریوش و ابوالفضل دهقانی فیروزآبادی، (۱۳۹۳)، "بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود با به‌کارگیری مدل لاجیت"، فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، شماره ۴، صص ۲۱-۳۸.
- ۶) رجبی، روح‌الله، مجید آقاجانی و زهرا اصلانی، (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین مکانیزم‌های نظام راهبری شرکت‌ها و سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال پنجم، شماره ۱۹، صص ۱۳۲-۱۴۳.
- ۷) روحی، علی و مهدی ساریخانی، فهیمه ابراهیمی و محمد منفرد، (۱۳۹۰)، "تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، دوره ۳، شماره ۱۲، صص ۱-۲۳.
- ۸) ستایش، محمد حسین و محسن صالحی نیا، (۱۳۹۴)، "تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی آزاد"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۵، صص ۱۵-۳۲.
- ۹) ستایش، محمد حسین و شهلا ابراهیمی، (۱۳۹۳)، "بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۲ (پیاپی ۲۰)، صص ۶۱-۷۴.



- ۱۰) ستایش، محمدحسین و مصطفی کاظم نژاد، (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، سال اول، شماره ۱، صص ۵۱-۲۹.
- ۱۱) سلیمانی امیری، غلامرضا و نرگس گودرزی، (۱۳۹۲)، "بنیان‌های رفتاری سیاست تقسیم سود"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۱، شماره ۳۹، صص ۸۳-۱۰۴.
- ۱۲) سوری، علی، (۱۳۹۲)، "اقتصاد سنجی (پیشرفته)، همراه با کاربرد Eviews8 و Stata12"، نشر فرهنگ شناسی.
- ۱۳) صراف، فاطمه و منصوره چاووشی طهرانی، (۱۳۹۵)، "رابطه سیاست تقسیم سود شرکت‌ها با عرضه کنندگان و مشتریان عمده کالا و خدمات"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۸، شماره ۳۲، صص ۲۹-۴۸.
- ۱۴) فخاری، حسین و نصیبه یوسفعلی تبار، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۲، صص ۸۴-۶۹.
- ۱۵) مشایخ، شهناز و مهین عبداللهی، (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره چهارم، صص ۸۶-۷۱.
- 16) Al-Najjar, Basil and Kilincarslan, Erhan, (2016), "The Effect of Ownership Structure on Dividend Policy: Evidence from Turkey", Corporate Governance, Vol. 16 Iss: 1, PP.135 – 161.
- 17) Benlemlih, Mohammed, (2014), "Why do Socially Responsible Firms Pay More Dividends?", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2566876>.
- 18) Björn, Lundgren, and Christofer Eriksson Lantz, (2016), "Ownership Structure's Effect on Dividend Policy: Evidence from publicly listed Swedish firms"
- 19) Bremberger, Francisca and Cambini, Carlo and Gugler, Klaus Peter and Rondi, Laura, (2013), "Dividend Policy in Regulated Firms", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2277595> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2277595>.
- 20) Clarke, Rowan M, (2012), "The Effect of Substantial Holdings on Capital Structure and Dividend Policy", The University of Western Australia.
- 21) Crane, Alan D. and Michenaud, Sébastien and Weston, James P., (2014), "The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: A Regression Discontinuity Design Approach", <http://ssrn.com/abstract=2102822>.
- 22) De Jong, Abe and DeJong, Douglas V. and Hege, Ulrich and Mertens, Gerard, Blockholders and Leverage: When Debt Leads to Higher Dividends (April 4, 2013). ECGI - Finance Working Paper No. 261/2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1461492>.

- 23) Demsetz, H., and Villalonga, B., (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, PP.209–33.
- 24) Elston, Julie Ann and Hofler, Richard and Lee, Junsoo, (2011), "Dividend Policy and Institutional Ownership: Empirical Evidence Using a Propensity Score Matching Estimator", *Journal of Accounting and Finance*, vol. 11, PP. 89-102.
- 25) Gusni Tanjung, (2016), "Dividend Policy, Corporate Governance Mechanism, Profitability, Systematic Risk, and Firm Size: a Panel Data Analysis", 4th Gadjah Mada International Conference on Economics and Business, Fakultas Ekonomi & Bisnis Universitas Gadjah Mada, November 25.
- 26) Harada, K, and Nguyen, P, (2006), "Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan", Working paper. [Online]. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 27) Harada, K, and Nguyen, P, (2011), "Ownership Concentration and Dividend Policy in Japan", *Managerial Finance* 37(4), PP.362-379.
- 28) Pan, Rulu and Shi, Jing and Zhu, Qiaoqiao, (2015), "Dividend Policy, Corporate Governance and Stock Liquidity". *Asian Finance Association (AsianFA) 2015 Conference Paper*. Available at SSRN: [http://ssrn.com/abstract = 2570868](http://ssrn.com/abstract=2570868) or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2570868>.
- 29) Paranthaman, Thambirajah, and Harshika Lakmini Ekanayake, (2017), "The Impact of Corporate Governance on Firms' Dividend Policy: Evidence from the Listed S&P S120 Companies in the Colombo Stock Exchange", *Journal for Accounting Researchers and Educators (JARE)* 1.1
- 30) Thanatawee, Yordying, (2013), "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand", *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 5, No. 1, PP. 121-132.

## یادداشت‌ها

<sup>1</sup> Jensen and Meckling

<sup>2</sup> Desai, M.A., Jin, L

<sup>3</sup> Harada, K, and Nguyen, P.

<sup>4</sup> corporate shareholding

<sup>5</sup> Strategic investor

<sup>6</sup> متغیر درون‌زا متغیری است که فرض می‌شود تحت تأثیر متغیرهای دیگر موجود در مدل و پسماندها باشد و برای تعیین آن، یک معادله تعریف می‌شود و مقدار آن از حل همزمان سیستم معادلات به دست می‌آید. سیستم معادلات همزمان وقتی مورد استفاده است که چند متغیر وابسته داریم که بین آن‌ها وابستگی متقابل وجود دارد. در این تحقیق متغیر مالکیت در مدل، علیرغم اینکه مستقل است، می‌تواند بعنوان متغیر وابسته نیز استفاده شود و همچنین رابطه علیت یک طرفه نیست یعنی متغیر مالکیت علیرغم تأثیر گذاری بر روی تقسیم سود، می‌تواند از سیاست‌های تقسیم سود نیز متأثر شود. پس متغیر مالکیت را می‌توان به عنوان متغیر درون‌زای توضیحی توصیف نمود. متغیر برون‌زا متغیری است که فرض می‌شود تحت تأثیر عوامل خارج از مدل است (که معمولاً اسمی از آن‌ها برده نمی‌شود) و بر روی متغیرهای درون‌زا اثر دارد. پس متغیرهای برون‌زا، مقدار آن‌ها خارج از سیستم معادلات تعیین می‌شود و برای تعیین مقدار آن‌ها هیچ معادله‌ای تعریف نمی‌شود.

<sup>7</sup> Exogenous

<sup>8</sup> self-selection mechanisms

<sup>9</sup> Dynamic

<sup>10</sup> Paranthaman and Ekanayake

<sup>11</sup> Björn, L., & Eriksson Lantz

<sup>12</sup> market capitalization

- <sup>13</sup> Gusni
- <sup>14</sup> Basil Al-Najjar , Erhan Kilincarslan
- <sup>15</sup> Pan, Rulu and Shi, Jing and Zhu, Qiaoqiao
- <sup>16</sup> Benlemlih
- <sup>17</sup> Crane, Alan D. and Michenaud, Sébastien and Weston, James P.
- <sup>18</sup> Thanatawee
- <sup>19</sup> De Jong, Abe and DeJong, Douglas V. and Hege, Ulrich and Mertens, Gerard, Blockholders and Leverage
- <sup>20</sup> Pyramidal holding companies
- <sup>21</sup> Bremberger, Francisca and Cambini, Carlo and Gugler, Klaus Peter and Rondi, Laura
- <sup>22</sup> Clarke
- <sup>23</sup> Unobserved heterogeneity
- <sup>24</sup> Elston, Julie Ann and Hofler, Richard and Lee, Junsoo
- <sup>25</sup> Harada, K, and Nguyen, P
- <sup>26</sup> Demsetz, H., and Villalonga, B
- <sup>27</sup> The Corporations Act 2001
- <sup>28</sup> Substantial holders
- <sup>29</sup> Dominant owners