

ارزیابی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت و سیاست های سود سهام در ایران

ولی خدادادی *

ولی الله آقاجری **

چکیده

در این مطالعه تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌ها (میزان نحوه تأثیر گذاری سهامداران نهادی و نیز سهامداران حقیقی) بر سیاست های تقسیم سود اتخاذ شده از سوی آنها بررسی شده است. سیاست تقسیم سود عبارت از روش های پرداخت سود است که به صورت سود نقدی یا سود سهمی صورت می گیرد، چگونگی این تأثیر با استفاده از مدل های رگرسیون کمترین مربعات خطا و مدل لجستیک در سطح خطای ۵٪ مورد آزمون قرار گرفته است.

جامعه آماری مورد بررسی کلیه شرکت‌های ایرانی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی بین سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۴، به استثنا شرکت های سرمایه گذاری و واسطه‌گری مالی می‌باشد. در نهایت تعداد ۴۵ شرکت که کلیه اطلاعات مورد نیاز در مورد مورد آنها در دسترس بود مورد آزمون قرار گرفت.

* استادیار دانشگاه شهید چمران اهواز

** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری

مثبت و معنادار وجود دارد. و همچنین نتایج آزمون مدل لجستیک حاکی از آن است که ساختار مالکیت بر سیاست های تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.

واژگان کلیدی: ساختار مالکیت، سیاست تقسیم سود، سود نقدی، سود سهمی ، مالکیت نهادی ، مالکیت حقوقی

۱- مقدمه

موضوع سیاست تقسیم سود برای مدت طولانی موضوع جالب و سؤال بر انگیز در مدیریت مالی می باشد که تاکنون جواب مشخصی برای آن ارائه نشده است تا جایی که فیشر بلاک از آن به عنوان معمای سود سهام یاد می کند.

تصمیم تقسیم سود یکی از مهمترین تصمیمات شرکت می باشد بنابراین تعجب آور نیست که قبلاً معاملات بسیار زیادی در این محدوده منتشر شده باشد. اصولاً سرمایه گذاران خصوصی برای کسب بازدهی سرمایه گذاری می کنند. دریافت سود سهام یکی از راه های کسب بازدهی است سیاست تقسیم سود را می توان ایجاد تعادل بین سود انباشته شرکت از یک طرف و پرداخت وجه نقد و انتشار سهام جدید از طرف دیگر تعریف کرد.

یکی از عوامل مهم توسعه اقتصادی کشور های در حال توسعه ، توانایی جذب پس اندازها و هدایت آن به سمت فعالیتهای سرمایه گذاری است و می توان ادعا کرد که ، فرآیند تخصیص موثر سرمایه برای سلامتی اقتصاد و در پی آن ارتقای بهره وری و تشویق ابتکارات ضروری است و این امر بازاری روان و کارا برای خرید و فروش اوراق بهادار و تبادل اعتبارات ایجاد می کند. بر خلاف آن، فرآیند تخصیص بیمار گونه سرمایه موجب انجام کارهای بدون بهره وری می شود و بازار سهام را تضعیف می کند

فرآیند تخصیص موثر سرمایه برای سلامتی اقتصاد و در پی آن ارتقای بهره وری و تشویق ابتکارات ضروری است و این امر بازاری روان و کارا برای خرید و فروش اوراق بهادار و تبادل اعتبارات ایجاد می کند. در این بازار دو گروه اصلی فعال هستند که یک گروه عرضه کننده ی پول و گروه دیگر تقاضا کننده آن است .

سرمایه اولیه افزوده خواهد شد. از این رو سرمایه گذاران همواره باید در مورد اینکه سرمایه خود را کجا قرار دهند تا بیشترین سود عایدشان شود، تصمیم گیری کنند. در این مطالعه ابتدا مبانی نظری و تحقیقات مشابه، اهداف، جامعه آماری و نمونه، متغیرهای پژوهش و روش تحلیل آورده شده است. و در نهایت تجزیه و تحلیل داده‌ها و نتیجه‌گیری و مقایسه آن با نتایج تحقیقات مشابه آمده است. اطلاعات مورد نیازین پژوهش از طریق روش کتابخانه ای با استفاده از مقالات، نشریه های رسمی، صورت های مالی، گزارش های هیات مدیره به مجمع عمومی عادی صاحبان سهام، آمارنامه های بورسی و گزارش های عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار تهران را استخراج گردید. و با استفاده از نرم افزار SPSS آزمون های آماری لازم مربوط به فرضیات بر روی اطلاعات بدست آمده اجرا گردیده است.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ترکیب سهامداران شرکت های مختلف متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت ها در اختیار سهامداران حقیقی قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم همانند، صورت های مالی منتشره اتکا می کنند. این در حالی است که بخش یگری از مالکیت شرکت ها در اختیار سهامداران حرفه ای عمده قرار دارد که بر خلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزش درباره چشم اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه گذاری بلند مدت شرکت از طریق مستقیم با مدیران در اختیار ایشان قرار می گیرد.

چیدمبران و جان^۱ (۱۹۹۷) به بررسی نقش سهامداران نهادی در انتقال اطلاعات پرداختند. بر اساس یافته های آنها سهامداران نهادی بزرگ سرمایه گذاری خود را برای مدت زمان نسبتاً طولانی حفظ کرده و سهام کافی تعدیل مشکل استفاده مجانی دیگر سهامداران، از این نظارت را داشته باشد.

بالسام و بارتو^۲ (۲۰۰۰) به ارزیابی نقش سهامداران نهادی به عنوان سهامداران خبره در انعکاس سودهای فصلی در قیمت سهام قبل از اعلام رسمی سود پرداختند. یافته های آنان

1- chidembaram. John

2- Balsam. S.E.Bartov

نشان داد که سهامداران خبره می توانند مدیریت سود توسط شرکت ها را به سانی و بسیار سریع تر از سهامداران غیر شناسایی کنند.

گورتون و کهل^۱ (۱۹۹۹) به بررسی نقش سهامداران نهادی در نظارت بر عملکرد مدیران، پرداختند. نتایج تحقیقات آنها نشان داد که در مدل گورتون و کهل سهامداران نهادی بزرگ و سهامداران غیر نهادی بزرگ به عنوان نظارت کنندگان بر شرکت ها بطور همزمان وجود دارند. جیامبالو و دیگران^۲ (۲۰۰۱) با انجام پژوهشی سعی در فراهم کردن شواهدی در مورد انعکاس سود آتی در قیمت های جاری سهام و تأثیر ترکیب سهامداران آن بودند. نتایج پژوهش یاد شده نشان داده که میزان انعکاس سودآوری آتی در قیمت جاری سهام وابستگی مثبتی با درصد مالکیت سهام توسط مؤسسات سرمایه گذاری دارند.

جیش کومار^۳ (۲۰۰۳) رابطه بین ساختار مالکیت و سیاست های پرداخت سود سهام را با استفاده از داده های شرکت های هندی برای دوره های ۱۹۹۴ الی ۲۰۰۰ با استفاده از مدل های لینتر (۱۹۵۶) واد (۱۹۶۶) و فاما و بابیاک (۱۹۶۸) بررسی نمود. به این نتیجه رسید که بین ساختار مالکیت و سیاست پرداخت سود سهام رابطه وجود دارد.

وی و ژانگ^۴ (۲۰۰۳) تحقیقاتی را در مورد رابطه بین سیاست سود سهام و ساختار مالکیت در شرکت های چینی طی سال های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۱ انجام دادند. به این نتیجه رسیدند که رابطه غیر خطی بین سیاست سود سهام و ساختار مالکیت وجود دارد، شرکت های دولتی تمایل بیشتری به پرداخت سود نقدی و شرکت های عمومی تمایل به پرداخت سود سهمی بالاتری دارند.

آندرز والگرن^۵ (۲۰۰۶) به بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و خط مشی تقسیم سود در کشور سوئد بر روی شرکت های ثبت شده (عمومی) و شرکت های ثبت نشده (خصوصی) پرداخت. نتایج تحقیقات وی نشان داد که شرکت های ثبت شده تمایل بیشتری به پرداخت سود سهام نسبت به شرکت های ثبت نشده دارند.

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) در پژوهشی به شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پرداخته اند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود شرکتها از الگوی گام تصادفی پیروی می کند.

1- Gorton.G , M. kahl

2- Jiambalov.J

3- Jayesh kumar

4- Wei,G. Zhang

5- Anders wallgern

Archive OF SID

همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام رسانی، انتظار می رود اگر شرکتی ارزش سود بالایی (پایینی) برخوردار باشد بازده نقدی آن نیز بالا (پایین) باشد. همچنین اندازه فرصتهای سرمایه گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت های بورس، ایفای نقش می کنند.

نوروش و ابراهیمی کردلو (۱۳۸۴) به بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد، پرداخته اند. ایشان برای انجام آزمون تجربی دو نمونه از شرکتهای سرمایه پذیر انتخاب کردند. نمونه اول شامل شرکت هایی با درجه پایینی از مالکیت سرمایه گذاران نهادی و نمونه دوم شامل شرکت هایی با درجه بالایی از مالکین سرمایه گذاران نهادی می باشد. نتایج پژوهش آنها نشان داد، شرکتهای گروه دوم اطلاعات بیشتری در رابطه با سودهای آتی، نسبت به شرکت های گروه اول گزارش کرده اند. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری در شرکت های سرمای پذیر با درجه پایینی از سرمایه گذاران نهادی (گروه اول) مشاهده می شود.

رحمان سرشت و مظلومی (۱۳۸۴) در پژوهشی به بررسی رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با میزان مالکیت این نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. ایشان از دو معیار بازده دارایی ها و ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به منظور سنجش عملکرد شرکت، استفاده کردند. یافته های آنها نشان داد که گروه های مالک به یک شکل و میزان از قدرت و هم سویی در اثر گذاری بر عملکرد شرکت برخوردار نیستند. همچنین بر اساس شواهد جمع آوری شده، سهامداران نهادی اثر گذاری مثبتی بر عملکرد شرکت ها ندارند.

احمدپور و بشیری (۱۳۷۸) به بررسی تأثیر وضعیت نقدینگی بر تقسیم سود در شرکت های سهامی پرداخته اند. بر اساس یافته های آنها رابطه مثبت و قابل ملاحظه ای بین وضعیت نقدینگی شرکت و سیاستهای تقسیم سود وجود دارد.

مهرانی (۱۳۷۳) در پژوهشی سعی در ایجاد مدلی برای تبیین رابطه بین سود، تقسیم سود و سرمایه گذاری بوده است. نتایج این پژوهش بیانگر آن است که الگویی برای تقسیم سود در ایران وجود دارد و شرکتهای از سیاست مشخص اما ساده ای در زمینه سود پیروی می نمایند. همچنین نتایج نشان می دهد که متغیرهای سود اعلام شده و تقسیم شده سال قبل، عوامل مهمی در تصمیم گیری ها نمی باشند. علاوه بر این سیاست های سرمایه گذاری، مستقل از سیاست های تقسیم سود هستند.

۳- فرضیه‌های پژوهش

این مطالعه در نظر دارد ارتباط بین متغیرهای مستقل پژوهش (مالکیت نهادی و مالکیت حقیقی) و متغیر وابسته (سیاست سود سهام) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهد. لذا فرضیات این مطالعه به صورت ذیل خواهد بود:

- ۱- بین ساختار مالکیت نهادی (حقوقی) شرکت‌ها و سیاست سود سهام رابطه وجود دارد.
- ۲- بین ساختار مالکیت حقیقی شرکت‌ها و سیاست سود سهام رابطه وجود دارد.

۴- جامعه مورد استفاده و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در جهت تعیین جامعه آماری مطلوب، شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری با توجه به اینکه ماهیت عملیاتشان متفاوت از سایر شرکت‌هاست و در تحقیقات مشابه مانند وی و ژانگ (۲۰۰۳) این نوع شرکت‌ها از جامعه آماری حذف شده‌اند، از جامعه آماری پژوهش نیز حذف گردیده است.

در پژوهش حاضر برای انتخاب شرکت‌های مورد نیاز و تکمیل حجم نمونه، از روش نمونه‌گیری تصادفی طبقه‌بندی استفاده شده است. همچنین در مطالعه‌ی مقدماتی برای تعیین اندازه‌ی نمونه و با استفاده از فرمول حجم نمونه، تعداد چهل و دو شرکت برای پژوهش تعیین شد. اما برای تقویت روایی خارجی پژوهش تصمیم گرفته شد که حجم نمونه به چهل و پنج عدد افزایش یابد تا آزمون فرضیه بر مبنای نمونه بزرگتری صورت گیرد. تعداد نمونه از روش زیر تعیین گردید:

$$n = \frac{N \cdot Z^2 \cdot \alpha / 2 \cdot \sigma^2_X}{\varepsilon^2 (N - 1) + Z^2 \cdot \alpha / 2 \cdot \sigma^2_X} \quad (1)$$

n = اندازه نمونه

N = حجم جامعه مورد مطالعه

σ^2_X = برآورد واریانس

$Z^2_{\alpha/2}$ = مربع توزیع استاندارد با سطح معنای ۵٪ دو دنباله

ε = دقت برآورد می‌باشد.

۵- متغیرهای پژوهش

۵-۱- متغیرهای مستقل

الف) مالکیت نهادی:

آن میزان از مالکیت شرکت ها که در اختیار نهادها و بنیادها، بخش دولتی، واحدهای نیمه دولتی و بنیادهای خیریه و موسسات سرمایه گذاری (اشخاص حقوقی) است.

ب) مالکیت حقیقی:

آن میزان از مالکیت شرکت ها که در اختیار کارکنان شرکت، افراد عامی، مدیریت و مؤسسان شرکت و یا خانواده ها (اشخاص حقیقی) است.

۵-۲- متغیرهای وابسته

الف) سود نقدی:

سود نقدی معمولی ترین و عمومی ترین نوع توزیع بازده از طرف شرکت ها به سهامداران می باشد. شرکت ها در توزیع سود نقدی خود به طور یکسانی عمل ننموده و در این راه سیاست های متفاوتی اتخاذ می نمایند. این سیاست ها می توانند متغیر باشند و دامنه ای از پرداخت حداقل سود نقدی مقرر در قانون تا پرداخت تمام عایدات شرکت بعنوان سود نقدی را در برگیرند.

ولی بطور کلی دو سیاست عمده در این زمینه عبارتند از:

۱) توزیع کم سود سهام نقدی و نگهداری آن در شرکت برای تامین مالی پروژه های

سرمایه گذاری آتی

۲) توزیع بالای سود سهام نقدی

ب) سود سهمی:

سود سهمی (سهام جایزه)، سود شرکت است که در قالب انتشار سهام عادی، بین سهامداران توزیع می شود. انتشار سهام جایزه در صورت های مالی واحد تجاری صرفاً موجب تغییر در طبقه بندی اقلام حقوق صاحبان سهام می شود. چون در هنگام انتشار سهام جایزه پولی از شرکت خارج نمی شود، مجموع حقوق صاحبان سهام، قبل و بعد از مجمع بدون تغییر باقی می ماند. همچنین لازم است که برای دوره جاری و دوره پیشین اطلاعات سود هر سهم ارائه مجدد گردد.

۵-۳- متغیرهای کنترلی

الف) اندازه شرکت: اندازه شرکت با استفاده از مبلغ فروش، اندازه گیری شده است.

ب) اهرم مالی: ارتباط بین بدهی و سرمایه در تأمین دارایی های یک شرکت را اهرم مالی گویند.

ج) مانده نقد: عبارت از مانده نقد کل در پایان هر سال مالی، به دلیل تفاوت زیاد میان مانده نقد شرکت های مختلف از لگاریتم مانده نقد استفاده شده است.

۶- روش تحلیل داده ها

علاوه بر متغیر های اصلی پژوهش (طبقات ساختار مالکیت) متغیر های دیگری مانند اندازه شرکت، اهرم مالی و لگاریتم مانده نقد نیز ممکن است بر روی سیاست های تقسیم سود یعنی سود نقدی و سود سهمی شرکت مؤثر باشند. بنابراین در آزمون فرضیه پژوهش، به منظور تعیین رابطه بین متغیر های مستقل و وابسته از مدل رگرسیون کمترین مربعات خطا^۱ و همچنین از رگرسیون لجستیک^۱ (لاجیت) برای تعیین رابطه متغیر های مستقل و سیاست تقسیم سود (سود نقدی و سود سهمی) که بعنوان متغیر وابسته تعریف شده اند استفاده گردید. آزمون فرض های کلاسیک نیز با استفاده از آزمونهای کای اسکور، همبستگی پیرسون برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون های مربوطه انجام شده است.

در مدل رگرسیون خطی با روش کمترین مربعات خطا، رابطه خطی متغیر وابسته سود نقدی بصورت زیر است:

$$CDPS = \beta_0 + \beta_1 (IN) + \beta_2 (D/A) + \beta_3 (SIZE) + \beta_4 (Lcash) \quad (2)$$

$$IN \begin{cases} INS=1 \\ IND=0 \end{cases}$$

که در رابطه ۲:

CDPS: سود نقدی

SDPS: سود سهمی

INS: میزان مالکیت نهادی

IND: میزان مالکیت اشخاص حقیقی

SIZE: اندازه شرکت

D/A: نسبت مجموع بدهی شرکت به دارایی های آن

در مدل رگرسیون خطی با روش کمترین مربعات خطا، رابطه خطی متغیر وابسته، سود سهمی به صورت زیر است:

$$SDPS = \beta_0 + \beta_1(IN) + \beta_2(D/A) + \beta_3(SIZE) + \beta_4(Lcash) \quad (3)$$

$$INS = IN = 1$$

$$IND = IN = 0$$

متغیرهای موجود در رابطه ۳ همانند متغیرهای رابطه ۲ تعریف می شوند.

در مدل لجستیک داریم:

اگر Y را به عنوان متغیر وابسته در نظر بگیریم، نوع سیاست تقسیم سود را به صورت

زیر تعریف می کنیم.

$$Y = \begin{cases} 1 & \text{سود نقدی} \\ 0 & \text{سود سهمی} \end{cases}$$

مثال به صورت زیر است:

$$\text{Logit} \left(\frac{p(y=1)}{1-p(y=1)} \right) = \beta_0 + \beta_1(IN) + \beta_2 \left(\frac{D}{A} \right) + \beta_3(SIZE) + \beta_4(Lcash) \quad (4)$$

$$INS = IN = 1$$

$$IND = IN = 0$$

متغیرهای موجود در رابطه ۴ همانند متغیرهای رابطه ۲ تعریف می شوند.

۸- تجزیه و تحلیل داده ها

برای تجزیه و تحلیل داده ها از مدل رگرسیون کمترین مربعات خطا و مدل رگرسیون لجستیک (لاجیت) استفاده می شود.

۸-۱- مدل رگرسیون چندگانه خطی با روش کمترین مربعات خطا

در اولین گام برای تجزیه و تحلیل داده‌ها، آمارهای توصیفی داده‌های تحت مطالعه

محاسبه می گردد.

جدول ۱: آماره‌های توصیفی

	سود نقدی	سود نقدی	اهرم مالی	اندازه شرکت	مانده نقد
N (valid)	۱۳۵	۱۳۵	۱۳۵	۱۳۵	۱۳۵
میانگین	۵۳۶/۲۱	۰/۴۳۹۸۹۵	۰/۷۲۰۴۳۵	۱۱/۳۸۵۹۱۹	۹/۹۶۹۵۷۸
میانه	۳۲۰/۰۰	۰/۱۲۵۰۰۰	۰/۶۹۷۹۰۰	۱۱/۱۷۴۱۴۴	۹/۸۵۷۲۹۳
مد	۰	۰/۰۰۰	۰/۶۴۰۷	۱۰/۵۲۴۹	۱۰/۳۹۲۱
انحراف معیار	۵۸۸/۸۵۶	۰/۶۶۷۴۹۹۲	۰/۱۸۹۶۸۵۳	۰/۶۷۵۲۴۴۵	۰/۸۲۱۹۵۲۸

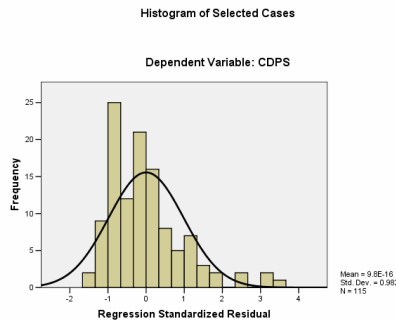
مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

در جدول شماره (۱) شاخص‌های آماری میانگین، میانه، مد و انحراف معیار برای متغیرهای پژوهش آورده شده است.

۲-۸- نمودار هیستوگرام و برآزش گرافیکی توزیع نرمال

یکی دیگر از روش‌های تعیین نرمال بودن یا نبودن داده‌ها، استفاده از هیستوگرام داده‌ها و مقایسه آن با توزیع نرمال است که به تنهایی نمی‌تواند معیار مناسب و قابل قبولی برای داوری در مورد نرمالیتی فراهم سازد. ولی در کنار آزمون‌های عددی آماری می‌تواند نقش تاییدکنندگی و درک بهتر را به عهده گیرد.

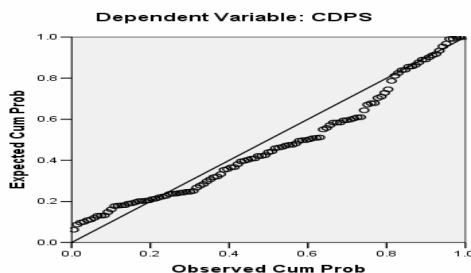
در نمودار (۱) نحوه توزیع داده‌های مربوط به میزان سود نقدی را با توزیع نرمال استاندارد مشاهده می‌کنید، با توجه به نمودار می‌توان استنباط کرد داده‌های متغیر وابسته بصورت مناسب توزیع شده‌اند و متقارن می‌باشند و از توزیع نرمال تبعیت می‌کند.



نمودار ۱: نمودار هیستوگرام با متغیر وابسته سود نقدی

همینطور برای آزمون دقیق تر نرمال بودن و تایید مطلب فوق نمودار احتمال توزیع نرمال (نمودار ۲) در زیر نشان داده شده است که نقاط داده ها به خط نرمال نزدیک بوده و دارای داده پرت نمی باشند بنابراین فرض نرمال بودن داده ها تایید می شود.

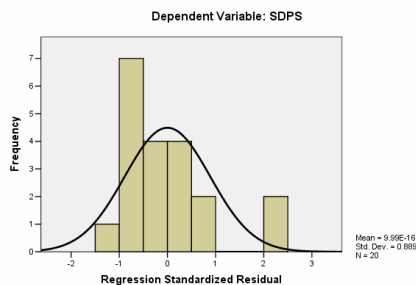
Normal P-P Plot of Standardized Residual for Selected Cases



نمودار ۲: نمودار p-p مربوط به مدل با متغیر وابسته سود نقدی

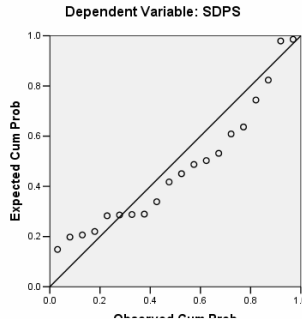
در نمودار (۳) نحوه توزیع داده های مربوط به میزان سود سهمی را با توزیع نرمال استاندارد مشاهده می کنید، با توجه به نمودار می توان استنباط کرد، داده های متغیر وابسته بصورت مناسب توزیع شده اند و متقارن می باشند و از توزیع نرمال تبعیت می کند.

Histogram of Selected Cases



نمودار ۳: نمودار هیستوگرام با متغیر وابسته سود سهمی

همینطور برای آزمون دقیق تر نرمال بودن و تایید مطلب فوق نمودار احتمال توزیع نرمال (نمودار ۴) در زیر نشان داده شده است که نقاط داده ها به خط نرمال نزدیک بوده و دارای داده پرت نمی باشند بنابراین فرض نرمال بودن داده ها تایید می شود.



نمودار ۴: نمودار P-P مربوط به مدل با متغیر وابسته سود سهمی

الف) مدل رگرسیون با متغیر وابسته سود نقدی

در این مدل متغیر سود نقدی به عنوان متغیر وابسته و متغیر نوع مالکیت به عنوان متغیر مستقل و متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی و مانده نقد به عنوان متغیرهای کنترلی تعریف می شوند. جدول (۲) واریانس را نشان می دهد:

جدول ۲: مدل رگرسیونی چند گانه خطی در حالت کلی در سطح خطای ۵ درصد

	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	F	P - value
رگرسیون	۶۵۴۲۹۲۹	۴	۱۶۳۵۷۲۲/۲۶۸	۵/۵۴۹	۰/۰۰۰
خطا	۳۲۴۲۴۳۲۸	۱۱۰	۲۹۴۷۶۶/۶۱۵		
کل	۳۸۹۶۷۲۵۷	۱۱۴			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با توجه به مقدار p-value برابر ۰/۰۰۰ در جدول شماره (۲) مدل رگرسیون خطی با متغیر وابسته سود نقدی که کمتر از ۵ درصد است، بنابراین مدل رگرسیون معنی دار است. یعنی حداقل یک یا چند متغیر مستقل یا کنترلی روی میزان سود نقدی مؤثر است در واقع میزان

معنی داری p-value وجود رابطه کلی بین متغیرهای مستقل و کنترلی را با متغیر وابسته نشان می دهد.

جدول ۳: خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با متغیر وابسته سود نقدی در سطح خطای ۵ درصد

ضریب رگرسیون	انحراف معیار	معنی داری کل		متغیرهای کنترلی	متغیر مستقل	متغیر وابسته
		P-Value	تائید یا رد			
۱۰۱/۶۸۴	۱۳۴/۰۶۸	۰/۰۰۴	تأیید	-	ساختار مالکیت	سود نقدی
۱۰۴۰/۳۹۹	۳۷۰/۸۳۶	۰/۰۰۶	تأیید	اهرم مالی	-	سود نقدی
-۳۹/۹۵۵	۱۶۳/۱۷۲	۰/۸۵۵	رد	اندازه شرکت	-	سود نقدی
۲۰۱/۴۹۲	۱۳۲/۰۷۲	۰/۰۱۰	تأیید	مانده نقد	-	سود نقدی

مأخذ: یافته های پژوهشگر

ساختار رابطه خطی چند گانه بصورت زیر است:

$$CDPS = -1963/955 + 101/684(IN) + 1040/399(D/A) - 29/955(SIZE) + 201/492(Lcash) \quad (5)$$

رابطه فوق به منظور پیش بینی میزان سود نقدی برای هر شرکت با متغیرهای مستقل و کنترلی معلوم مورد استفاده قرار می گیرد.

از جدول (۳)، به چند نتیجه کلی می توان دست یافت . با توجه به اینکه مقدار p-value (سطح معنی داری) ساختار مالکیت، اهرم مالی و مانده نقد کوچکتر از ۵ درصد است، بنابراین می توان نتیجه گرفت تأثیر معناداری بر سود نقدی دارند. ولی مقدار p-value اندازه شرکت (۰/۸۵۵) بیشتر از ۵ درصد است، بنابراین اندازه شرکت تأثیر معناداری بر سود نقدی ندارد.

ب) مدل رگرسیون با متغیر وابسته سود سهمی

در این مدل متغیر سود سهمی به عنوان متغیر وابسته و متغیر نوع مالکیت به عنوان متغیر مستقل و متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی و مانده نقد به عنوان متغیرهای کنترلی تعریف می شوند.

جدول ۴: مدل رگرسیونی چند گانه خطی در حالت کلی در سطح خطای ۵ درصد

	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	توزیع فیشر	P - value
رگرسیون	۹/۹۴۳	۴	۲/۲۳۶	۲/۳۵۴	۰/۰۰۷
خطا	۱۳/۲۴۵	۱۵	۰/۹۵۰		
کل	۲۳/۱۸۸	۱۹			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با توجه به مقدار p-value برابر ۰/۰۰۷ که کمتر از ۵ درصد است، بنابراین مدل رگرسیون معنی دار است. یعنی حداقل یک یا چند متغیر مستقل یا کنترلی روی میزان سود سهمی مؤثر است در واقع میزان معنی داری p-value وجود رابطه کلی بین متغیرهای مستقل و کنترلی را با متغیر وابسته نشان می دهد.

جدول ۵: خلاصه نتایج آزمون فرضیه های پژوهش با متغیر وابسته سود

سهمی در سطح خطای ۵ درصد

ضریب رگرسیون	انحراف معیار	معنی داری کل		متغیرهای کنترلی	متغیر مستقل	متغیر وابسته
		P - value	تأیید یا رد			
۰/۸۶۷	۲/۹۰۹	۰/۰۱۷	تأیید	-	ساختار مالکیت	سود سهمی
-۱/۲۲۷	۰/۲۰۶	۰/۰۳۰	تأیید	اهرم مالی	-	سود سهمی
۰/۸۱۳	۱/۱۵۳	۰/۰۰۰	تأیید	اندازه شرکت	-	سود سهمی
-۰/۱۲۶	۰/۶۴۸	۰/۸۰۵	رد	مانده نقد	-	سود سهمی

مأخذ: یافته های پژوهشگر

Archive OF SID

ساختار رابطه خطی چند گانه بصورت زیر است:

$$SDPS = -۷/۴۸۶ + ۰/۸۶۷(IN) - ۱/۲۲۷(D/A) + ۰/۸۱۳(SIZE) - ۰/۱۲۶(Lcash) \quad (۶)$$

رابطه فوق به منظور پیش بینی میزان سود سهمی برای هر شرکت با متغیرهای مستقل و کنترلی معلوم مورد استفاده قرار می گیرد.

از جدول (۳)، به چند نتیجه کلی می توان دست یافت. با توجه به اینکه مقدار p-value (سطح معنی داری) ساختار مالکیت، اهرم مالی و اندازه شرکت کوچکتر از ۵ درصد است، بنابراین می توان نتیجه گرفت تأثیر معناداری بر سود سهمی دارند. ولی مقدار p-value مانده نقد (۰/۸۰۵) بیشتر از ۵ درصد است، بنابراین اندازه شرکت تأثیر معناداری بر سود سهمی ندارد.

۸-۲- مدل رگرسیون لجستیک (لوجیت)

الف) جدول آماره کای اسکور:

جدول ۶: جدول آماره χ^2

	مقدار آماره	درجه آزادی	p- value
χ^2	۴۶/۵۷	۴	۰/۰۰۰

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با توجه به جدول فوق مقدار p-value (سطح معنی داری) برابر با ۰/۰۰۰ که کمتر از ۵ درصد است و مفهوم آن این است که مدل لجیت بخوبی برازش داده شده است و مدل در حالت کلی معنادار است یعنی حداقل یک متغیر معنی دار وجود دارد.

۲) مدل لجستیک و ضرایب آن

همان طور که در جدول شماره ۷ مشاهده می کنید ضرایب هر یک از متغیرهای مستقل و کنترلی آورده شده است.

جدول ۷: خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش در سطح خطای ۱ درصد

ضریب رگرسیون	معنی داری کل		متغیرهای کنترلی	متغیر مستقل	متغیر وابسته
	P - value	تأیید یا رد			
۱/۰۱۴	۰/۰۰۰	تأیید	-	ساختار مالکیت	سیاست های سود سهام
-۹/۷۹۳	۰/۰۰۱	تأیید	اهرم مالی	-	سیاست های سود سهام
-۰/۹۴۰	۰/۳۶۷	رد	اندازه شرکت	-	سیاست های سود سهام
۱/۸۱۸	۰/۰۲۴	تأیید	مانده نقد	-	سیاست های سود سهام

$$\text{Logit} \left[\frac{P_i}{1 - P_i} \right] = 2/1 + 1/014(IN) - 9/793 \left(\frac{D}{A} \right) - 0/940(SIZE) + 1/818(Lcash) \quad (7)$$

$$Y = \begin{cases} 0 & \text{سود سهمی} \\ 1 & \text{سود نقدی} \end{cases} \quad IN = \begin{cases} INS=1 \\ IND=0 \end{cases}$$

در جدول ۷، مقادیر برآورد شده برای ضرایب مربوط به هر متغیر در ستون ضریب رگرسیون آورده شده است. مقدار p-value برای متغیرهای ساختار مالکیت، اهرم مالی، مانده نقد کوچکتر از ۵ درصد است، بنابراین هر یک از متغیرهای فوق رابطه معناداری با سیاست سود سهام دارند ولی مقدار p-value اندازه شرکت (۰/۳۶۷) بیشتر از ۵ درصد است، بنابراین اندازه شرکت تأثیر معناداری بر سیاست سود سهام ندارد. با توجه به علامت ضریب رگرسیون ساختار مالکیت و مانده نقد رابطه مثبت و اهرم مالی رابطه منفی با سیاست سود سهام دارند.

۹- نتایج پژوهش و مقایسه‌ی آن با نتایج پژوهش‌های مشابه

مجموعه شواهد به دست آمده از مدل تحقیق، به شرح زیر است:

Archive OF SID

نتایج آزمون های فرضیه، نشان می دهد که ساختار مالکیت شرکت ها بر روی سیاست های تقسیم سود مؤثر است. نتیجه مذکور مشابه نتایج تحقیقات انجام شده توسط جایش کومار (۲۰۰۳) در هندوستان، دارین هنری^۱ (۲۰۰۴) در استرالیا، آندرز والگرن (۲۰۰۶) در کشور سوئد، وی و ژانگ (۲۰۰۳) در کشور چین، هلن و همکاران^۲ (۲۰۰۲)، کریسانتوپولو (۲۰۰۴) در کشور یونان می باشد.

همانگونه که قبلاً بیان شد، در این پژوهش تأثیر ساختار مالکیت از نظر ترکیب سهامداران، بررسی می شود. نتیجه آزمون فرضیه اول نشان می دهد که مالکیت حقوقی (نهادی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری بر روی سود سهمی دارد. یافته های این پژوهش با تحقیقات وی و ژانگ (۲۰۰۳) در چین، جایش کومار (۲۰۰۳) در کشور هندوستان و هلن و همکاران (۲۰۰۲) مطابقت دارد. آنان در تحقیقات خود به این نتیجه رسیدند که سهامداران نهادی، با انتخاب مدیریت توانایی کنترل و نظارت بر عملکرد آنان و دید مثبتی که نسبت به سرمایه گذاری های بلند مدت در شرکت دارند. ارتباط معنادار و مثبتی بر سیاست های تقسیم سود دارند. با توجه به اینکه ساختار مالکیت شرکت ها، اغلب در اختیار نهادها و مؤسسات می باشد سرمایه گذاران نهادی به اطلاعات محرمانه ای دسترسی پیدا می کنند که ناقرینگی اطلاعات را بین سرمایه گذاران نهادی و دیگر سهامداران ایجاد می کند. با داشتن امتیاز مذکور، این سهامداران می توانند از منافع سهامداران دیگر به نفع خودشان استفاده کنند.

سهامداران حقوقی تمایل دارند سود شرکت به جای اینکه بصورت نقد از شرکت خارج شود، صرف سرمایه گذاری های بلند مدت در شرکت شود تا منافع به مراتب بیشتر در آینده نصیبشان گردد.

نتایج پژوهش ما با نتایج پژوهش آندرز والگرن (۲۰۰۶) در کشور سوئد مطابقت ندارد. شرکت های جوان که توسعه آنها نیازمند طرح های توسعه ای است بهتر است طرح های توسعه ای را به تقسیم سود ترجیح دهند در چنین شرایطی از عایدات سرمایه ای شرکت سود خواهند برد اما اتفاقی که این چند سال در بورس اوراق بهادار تهران می افتد این سیاست که شرکت ها سود تقسیم می کنند اما بلافاصله برای جبران کمبود نقدینگی های خود اقدام به افزایش سرمایه می کنند که این موضوع به طور پی در پی صورت بگیرد رقیق تر شدن سهم و

1- Darren Henry

2- Helen S et al.

کاهش قیمت آن را در پی دارد سهامداران حقوقی بطور مثال صندوق بازنشستگی تعهد خاصی نداشته و افق زمانی بلند مدت دارند و به دنبال دریافت سود نقدی نیستند. مالکیت حقیقی نیز اثر مثبت و معنی داری بر سود نقدی دارد. یافته های این پژوهش با وی ژانگ (۲۰۰۳) در چین مطابقت ندارد. دلیل احتمالی وجود رابطه مثبت مالکیت حقیقی با سیاست تقسیم سود به صورت سود نقدی آن است که این طبقه از مالکیت برای شناسایی سود در حساب خود علاقه مند به تقسیم سود هستند. در خصوص گرایش سهامداران حقیقی به دریافت سود نقدی یا عایدات سرمایه ای باید گفت که شرکت هایی که سهامدار عمده دارند. سهامدار عمده آن متکی بر درآمد تقسیم سود است و شرکت ها را مجبور به تقسیم سود می کنند.

آزمون فرض از طریق مدل لجستیک نیز رابطه معناداری بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود را تأیید می کند. نتیجه مذکور با یافته های پژوهش وی ژانگ (۲۰۰۳) در کشور چین مطابقت دارد.

اهرم مالی نیز متغیر معنادار دیگر است که اثری مثبت بر سود نقدی دارد. به عبارت دیگر با افزایش نسبت بدهی به دارایی شرکت ها، سود نقدی افزایش می یابد همچنین نسبت بدهی به دارایی شرکت ها اثر منفی و معناداری بر سود سهمی دارد، یعنی با افزایش نسبت بدهی به دارایی شرکت ها سود سهمی کاهش می یابد. وام شرکت ها تأثیر بالایی بر پرداخت سود نقدی شرکت هادارد. با یافته های کانگ (۱۹۹۹) در آمریکا و ژانگ (۲۰۰۳) مطابقت ندارد. اندازه شرکت نیز بر روی سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری ندارد. اندازه شرکت از آزمون کمترین مربعات خطا و لجستیک معنا دار نبوده و حذف شد این پژوهش با یافته های وی و ژانگ (۲۰۰۳) در چین سازگار نمی باشد وی به این نتیجه رسیده بود که شرکت های بزرگ تمایل به پرداخت سود سهام نقدی هستند.

مانده نقد نیز، رابطه مثبت و معناداری با سود نقدی دارد یعنی با افزایش مانده نقد شرکت ها، تمایل به پرداخت سود نقدی افزایش می یابد. ولی مانده نقد رابطه معناداری با سود سهمی ندارد. نتیجه این پژوهش با یافته های ماری و پاپاجوست (۲۰۰۳) در فنلاند و کانگ (۱۹۹۹) در آمریکا مطابقت دارد.

۱۰- پیشنهادها

با توجه به پژوهش حاضر، به نظر می رسد ساختار مالکیت شرکت ها در ایران، بهینه و مطلوب نیست. بنابراین برای اصلاح ساختار مالکیت و تا حد امکان، نزدیک شدن به ساختار

مالکیت بهینه، باید اقداماتی انجام شود. همانگونه که در بخش قبل اشاره شد، سرمایه‌گذاران نهادی به اطلاعات محرمانه‌ی دسترسی پیدا می‌کنند که ناقرینگی اطلاعات را بین سرمایه‌گذاران نهادی و دیگر سهامداران ایجاد می‌کند. به نظر می‌رسد برای کاهش این مشکل، باید قوانین موجود اصلاح شود تا زمینه‌ی مساعدی برای تأثیرگذاری مثبت سهامداران نهادی (به طور کل سهامداران عمده) در کشور فراهم شود.

- ثابت، حسین. (۱۳۸۳) «عوامل مؤثر بر سوگیری مدیران در پیش بینی سود». پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری. دانشگاه شهید چمران اهواز.
- جهانخانی، علی، قربانی، سعید (۱۳۸۵)، «شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست های تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰.
- جعفری، علی. (۱۳۸۳). «ویژگی های غیر مالی مؤثر بر کیفیت گزارشگری مالی». پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری. دانشگاه شهید چمران اهواز.
- رحمان سرشت، حسین، مظلومی، نادر (۱۳۸۴) «بررسی رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکین این نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس»، مطالعات مدیریت، شماره ۴۷.
- قلی پور، علی، (۱۳۷۵)، «بررسی تأثیر سیاست های تقسیم سود و توزیع سهام جایزه بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس»، فصلنامه تحقیقات مالی، سال سوم شماره ۹ و ۱۰، ص ۹۱.
- عبدالخلیق، رشاد و آجین کیا، بیپین (۱۳۷۹). پژوهش های تجربی در حسابداری: «دیدگاه روش شناختی»، ترجمه محمد نمازی. شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.
- مهرانی، کاوه. (۱۳۸۳) «رابطه بین سود هر سهم، تقسیم سود و سرمایه گذاری در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران». بررسی های حسابداری شماره ۳۶ صص ۲۷-۴۶
- نوروش، ایرج، علی ابراهیمی کرد لر (۱۳۶۴) «بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سود مندی معیارهای حسابداری عملکرد». فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی شماره ۴۲ زمستان ۱۳۸۴ صص ۹۷

Anders,w.(2006). Dividend policy and ownership structures in swedish firms. stockholm school of economics master's thesis in finance department of finance.

Balsam, s., Bartov, E., Marquardt, c.(2000). accruals management investor sophistication and equity valuation; evidence from 10-Q filings. Journal of accounting Research, vol: 40, NO: 4.PP:987-1012.

Chidambaram, N., john,K.(1997). relationship investing and corporate governance. Working Tulane university and new york university. Journal of Finance, Vol:53, Issue:2, pp:803-808.

- Archives of Finance* Darren Henry (2004), ownership structures corporate Dividend policy: some Interesting Australian Evidence. determinants of Economics and finance school of business la trobe university.
- Fama, E.F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control & agency problem and residual claims. Journal of law & economics, XXVI, 301-325 & 327-349.
- Gang Wei & Weiguo zang (July 2003), Dividends policy and ownership structure in china , china securities Regulatory commission.
- Gorton, G.kahl, M. (1999). block holder indentity, equity ownership structure and hostile takeovers NBER. Working paper. NO: 7123.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G & palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. Journal of Financial Economics 53. 353-384.
- Jiambalvo. J . Rajgopal, S., venkatachalam, M. (2001). institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earning. contemporary accounting Research , vol:19, NO:1, pp:117-145.
- Jayesh Kumar, (2003). ownership structure and dividend payout policy in India.
- La Porta, R., Lopez-de-silanes, F., shleifer, A. & Vishny, R.W. (1998). Law and finance. Journal of political economy, vol. 106, 1113-1155.