

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی

سال سوم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۱۰)، زمستان ۱۳۹۰

تاریخ وصول: ۸۸/۱۲/۱

تاریخ پذیرش: ۹۰/۵/۲

صص ۷۱ - ۸۶

بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شهناز مشایخ*، مهین عبداللهی**^۱

*استادیار دانشگاه الزهرا (س)

**کارشناسی ارشد دانشگاه الزهرا (س)

چکیده

بر اساس تئوری نمایندگی، تضاد منافع میان مالکان و مدیران هزینه‌های نمایندگی را سبب می‌شود. قوانین مربوط به حاکمیت شرکتی درصدد تخفیف این هزینه‌ها هستند. یکی از ابزارهای بااهمیت در این حوزه تمرکز مالکیت و امکان کنترل عملکرد مدیران است. این مطالعه درصدد شناسایی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. از این رو، تعداد ۶۴ شرکت در طی دوره ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ بررسی شدند. رویکرد انتخابی برای آزمون فرضیات با استفاده از تلفیق داده‌های مقطعی و زمانی است. در این تحقیق، از روش رگرسیون حداقل مربعات ادغام شده (پانل دیتا) استفاده شده است. تمرکز مالکیت با استفاده از درصد مالکیت سهامداران عمده بالای ۵ درصد، عملکرد با استفاده از سه معیار ROA، ROE و Q توبین و سیاست تقسیم سود با استفاده از نسبت سود تقسیمی (DPS/EPS) سنجیده شد. نتایج تحقیق نشان داد در سطح اطمینان ۹۵٪ بین تمرکز مالکیت و دو معیار عملکرد یعنی ROE و Q توبین رابطه معنادار وجود دارد؛ یعنی هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. همچنین بین معیارهای عملکرد ROA و Q توبین و نسبت سود تقسیمی رابطه‌ای معنادار مشاهده شد؛ به این معنا که بهبود عملکرد می‌تواند افزایش سود تقسیمی را به دنبال داشته باشد. در عین حال، از نظر آماری رابطه‌ای معنادار بین تمرکز مالکیت و نسبت سود تقسیمی مشاهده نشد.

واژه‌های کلیدی: تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت، سیاست تقسیم سود

مقدمه

بر اساس نظریه جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) پایه و اساس مطالعات حاکمیت شرکتی، تئوری نمایندگی است و مسائل نمایندگی نیز ناشی از مجزاسازی مالکیت از کنترل است. در شرکت‌های سهامی عام، سهامداران (کارفرمایان) اختیار تصمیم‌گیری را به مدیران (نمایندگان) خود تفویض می‌کنند؛ یعنی کنترل ولو به درجات مختلف منفک از مالکیت است [۱۵]. این تفکیک موجب بحث درباره روابط مالکان و مدیران شده است. مدیران تا چه حد همه کوشش‌های خود را، آن گونه که تئوری مالی مطرح نموده، در جهت منافع مالکان به کار می‌برند؟ در شرکت‌های سهامی عام ساختار مالکیت می‌تواند پراکنده (وجود تعداد زیادی از سهامداران کوچک) یا متمرکز (وجود تعداد کمی از سهامداران عمده) باشد. زمانی که مالکیت در دست سهامداران عمده است، سیستم کنترل متمرکز و زمانی که مالکیت توزیع شده باشد، سیستم کنترل نامتمرکز خواهد بود. از آنجایی که تمرکز مالکیت، به عنوان یک تعیین‌کننده بااهمیت سازوکار حاکمیت شرکتی مشاهده شد، به نظر می‌رسد هویت مالکان کنترل‌کننده نقش اساسی در رابطه با مالکیت-عملکرد داشته باشد [۲۷].

یکی از موضوع‌های بسیار اساسی در شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس‌های اوراق بهادار، شیوه اندازه‌گیری عملکرد مالی آنهاست. اندازه‌گیری عملکرد موجب پیدایش اطلاعات مستند بهنگام و با ارزش برای تصمیم‌گیری مدیران از جمله تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری‌ها و سیاست تقسیم سود می‌شود [۱۱]. به همین علت سیاست تقسیم

سود و موضوع‌های مرتبط با آن که به عملکرد مالی شرکت وابسته است، حائز اهمیت فراوان است. هدف این تحقیق، بررسی این مسأله است که آیا تمرکز مالکیت به عنوان یکی از ابزارهای حاکمیت شرکتی باعث ارتقای عملکرد شرکت‌ها شده است؟ آیا این ابزار در سیاست تقسیم سود به عنوان یکی از اصلی‌ترین سیاست‌های مالی شرکت مؤثر بوده است؟ در این راستا، پرسش‌های زیر مطرح می‌گردد:

۱. آیا بین تمرکز مالکیت شرکت‌ها و معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه معناداری وجود دارد؟
۲. آیا بین معیارهای عملکرد شرکت‌ها و سیاست تقسیم سود آنها رابطه معناداری وجود دارد؟
۳. آیا بین تمرکز مالکیت شرکت‌ها و سیاست تقسیم سود آنها رابطه معناداری وجود دارد؟

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

امروزه پراکندگی مالکان در شرکت‌های سهامی باعث شده که رابطه آنها با شرکت را به سختی بتوانیم در قالب مالکیت سنتی تجسم کنیم. سهامداران این شرکت‌ها به جز استحقاق دریافت بخشی از درآمد و منافع شرکت مطابق با سهم خود، در سایر موارد از حقوق چندانی برخوردار نیستند. این موضوع تعارض بین مالکان و مدیران را نشان می‌دهد و ماحصل این تعارض چیزی جز خدشه‌دار شدن حق مالکیت سهامداران نیست. به این ترتیب، مشخص می‌شود که سهامداران شرکت‌های سهامی عام آنچنان پراکنده شده‌اند که فاقد قدرت و اشتیاق لازم برای اصلاح و محدود کردن سمت‌وسویی هستند که مدیران این شرکت‌ها در پیش می‌گیرند. در نتیجه، به علت دور

سهام به دو بخش سود تقسیمی و سود انباشته است [۲].

ارتباط بین مالکیت و عملکرد موضوع مهم و جاری بحث در حاکمیت شرکتی بوده است. بحث در این مورد به نظریه برل و مینز (۱۹۳۲) برمی‌گردد که ارتباط معکوسی را بین پراکندگی سهامداران و عملکرد شرکت یافتند. محققان دیگر مانند شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶)، مک‌کانل و سرویز (۱۹۹۰)، زینگالر (۱۹۹۴)، باربریز و همکاران (۱۹۹۶)، ارلی و استرین (۱۹۹۶)، کلاسنس و جانکو (۱۹۹۹) [۲۳]، ژو و وانگ (۱۹۹۹) [۳۴] و گوئیز و پومبو (۲۰۰۸) [۲۸] ارتباطی مثبت بین عملکرد واقعی شرکت و تمرکز مالکیت یافتند و این ارتباط را به اثر نظارتی بهتر سهامداران مربوط دانستند. در واقع، هر قدر سهم یک سهامدار از شرکت کمتر باشد، منافع حاصل از نظارت بر رفتار مدیر کمتر خواهد بود، بنابراین، تمرکز در سهام، نظارت بیشتر بر رفتار مدیر و کاهش فرصت طلبی را به همراه خواهد داشت؛ یعنی سهامداران عمده شرکت، از قدرت رای دهی خود در جهت نظارت فعال بر عملیات شرکت و تصمیم‌گیری استفاده می‌نمایند [۱۹ و ۹]، زیرا کسب حق مالکیت به وسیله مدیران و نظارت به وسیله سهامداران بزرگ، دو راهی است که به شکل بالقوه می‌تواند مشکلات نمایندگی را کاهش و ارزش مؤسسه را افزایش دهد. حق مالکیت اساسی به وسیله مدیران، منافع آنها را با منافع سایر سهامداران همراستا می‌کند؛ به طوری که مدیریت محرکی برای دنبال کردن فعالیت‌های حداکثرکننده ارزش دارد. وجود سهامداران عمده و یا مؤسسات سهامدار نیز می‌تواند

افتادن مالکیت از کنترل در این شرکت‌ها، نخستین شواهد در مورد تأثیرپذیری عملکرد شرکت از مالکیت و کنترل به دست می‌آید [۱۵]. بنابراین، منطقی به نظر می‌رسد عملکرد شرکتی که سهامداران عمده آن دارای سهام بیشتری هستند، بهتر از شرکتی باشد که سهامداران عمده آن سهام کمتری در اختیار دارند.

پژوهش‌ها نشان داده است که تقریباً تمامی شرکت‌های موفق سود سهام می‌پردازند و مدیران مالی شرکت‌ها توجه خاصی به سیاست تقسیم سود نشان می‌دهند. سیاست تقسیم سود، همچنین بر ارزش سهام شرکت اثر می‌گذارد [۳]. در این مورد سه مکتب فکری در قرن گذشته ظاهر شده است: در گروه اول سودهای تقسیمی، عاملی مؤثر و مثبت بر قیمت سهام است؛ گروه دوم اعتقاد دارند که قیمت سهام به طور منفی با سطح پرداخت سودهای تقسیمی مربوط شده است و گروه سوم ادعا می‌کنند که سیاست سود تقسیمی شرکت در ارزش‌گذاری سهام شرکت نامربوط است [۲۶]. همچنین، سود حاصل از فعالیت‌های شرکت می‌تواند به عنوان بهترین منبع تأمین مالی استفاده شود [۱۶]. لذا مدیران (با هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران) همواره باید بین علایق مختلف سهامداران تعادلی را برقرار نمایند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مورد نیاز بعضی از سهامداران را بپردازند. بنابراین، تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها گرفته می‌شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است [۱۷]. در واقع، یکی از مهمترین تصمیمات مالی، تخصیص سود هر

میزان نظارت را افزایش داده یا آن را بهبود بخشد و بنابراین، به عملکرد بهتر مؤسسه منجر می‌شود [۳۱].

در عین حال، پژوهشگران دیگر مانند دمستز و لهن (۱۹۸۵)، هیملبرگ و همکاران (۱۹۹۹)، دمستز و ویلانگو (۲۰۰۱) [۲۵]، چن، چینگ و چونگ (۲۰۰۵) [۲۴]، عمران، بلبل و فاتهلدین (۲۰۰۸) [۳۰] نشان دادند که عملکرد شرکت تابعی از محدودیت‌های محیطی است و از نظر آنها تفاوتی بین ساختارهای مختلف مالکیت نیست و رابطه معناداری بین مالکیت و عملکرد وجود ندارد. در واقع، از نظر آماری ارتباطی بین تغییر در ساختار مالکیت و تغییر در عملکرد شرکت وجود ندارد.

عملکرد شرکت می‌تواند بر میزان سود تقسیمی بنگاه و سیاست‌هایی که در این زمینه اتخاذ می‌گردد، تأثیرگذار باشد.

مدیران تصمیمی نمی‌گیرند که برای سرمایه‌گذاران بهترین منافع را داشته باشد و از آنجایی که سرمایه‌گذاران از این مشکل به خوبی آگاهند، از مکانیزم‌هایی، برای کنترل آن استفاده می‌کنند. یکی از این مکانیزم‌ها، پرداخت بخش زیادی از سود است. بنابراین، یکی از راه‌های کاهش هزینه تضاد منافع از طریق افزایش سود تقسیمی است؛ یعنی مدیران با افزایش سود تقسیمی و پرداخت آن به مالکان اطلاع می‌دهند که در راستای اهداف شرکت حرکت می‌کنند و سهامداران نیز نسبت به عملکرد مدیران اطمینان بیشتری کسب می‌کنند. بنابراین، سود تقسیمی عاملی برای کاهش هزینه تضاد منافع به شمار می‌رود و پرداخت سود یا افزایش آن سهامداران را آرام می‌کند [۱۸]. والش و هورکینز (۱۹۷۱) دریافته‌اند که میان تمایل سهامداران به سود تقسیمی و نیاز مدیران به

سرمایه‌گذاری سودهای انباشته تضاد وجود دارد. مدیران در تعیین سطح پرداخت سود به سودهای جاری و مورد انتظار، سابقه پرداخت سود، ثبات سود تقسیمی، جریان‌های نقدی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و خواسته‌های سهامداران در تعیین سطح پرداخت سود توجه می‌کنند [۲۶]. بر این اساس، شرکت‌ها باید به گونه‌ای سیاست تقسیم سود خود را اتخاذ کنند که باعث توازن میان سودهای تقسیمی جاری و رشد آتی شوند و با افزایش قیمت سهام، حداکثر ارزش را برای سهامداران ایجاد کنند [۲۱].

سیاست تقسیم سود ممکن است اساساً از یک شرکت به شرکت دیگر متفاوت باشد؛ با این حال، هیچ مدلی از سیاست تقسیم سود نمی‌تواند بالاترین، ارزش شرکت را نشان دهد و مدیران و سرمایه‌گذاران نمی‌دانند که کدام سیاست تقسیم سود بهینه است. بنابراین، سیاست تقسیم سود شرکت تا حدودی خوشایند است و اگر شرکت از این حد خوشایند تقسیم سود خارج شود، قیمت سهام به طور منفی و اساسی واکنش نشان می‌دهد [۲۲].

نتایج بررسی شورت، ژانگ و کیسی (۲۰۰۲) نشان داد که میان سیاست پرداخت سود و مالکیت نهادهای مالی ارتباطی مثبت وجود دارد که باعث می‌شود اجزای سود روندی مثبت داشته باشند. همچنین، شواهد دیگر نشان داد که بین سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی ارتباطی منفی وجود دارد [۳۲].

فرانکفورتر و وود (۲۰۰۲) در بررسی تئوری‌های سیاست تقسیم سود دریافته‌اند همان عواملی که قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد، سیاست تقسیم سود را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. برای توجیه بهتر

دیگر، پخش کردن مالکیت تأثیر منفی بر کارایی دارد [۱۹].

مظلومی (۱۳۸۲) در بررسی اثر سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد شرکت نشان داد، هنگامی که مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در رده سهامداران عمده قرار گیرد، می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد. وی رابطه‌ای مثبت میان سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد مالی شرکت مشاهده کرد [۱۵]. ماه‌آور پور (۱۳۸۶) نشان داد بین تمرکز مالکیت و معیار EPS رابطه معناداری وجود دارد؛ بدین معنا که هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده، موجب بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود [۱۴].

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) اظهار داشتند که لزوماً سیاست تقسیم سود متأثر از برنامه رشد شرکت نخواهد بود. سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین، اگر شرکتی از رشد سود بالایی (پایینی) برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پایین) است و نیز انتظار می‌رود هرچه مالکیت غیرمتمرکز و پراکنده باشد سود بیشتری نیز توزیع گردد [۵]. عامری (۱۳۸۶) در بررسی روند سیاست تقسیم سود و وجود رابطه بین سیاست تقسیم سود و کیفیت سود دریافت که روند یکنواختی در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در دوره مورد بررسی وجود ندارد. نتایج آزمون نشان داد که بین اندازه و نسبت تقسیم سود همبستگی معنی‌داری وجود دارد. همچنین، بین نسبت تقسیم سود و کیفیت سود همبستگی معنی‌داری وجود دارد [۱۳].

سیاست تقسیم سود باید ترکیبی از نظریه‌های مالی، آثار روانشناسی و رفتاری استفاده شود، در غیر این صورت، آزمون‌های نظری سیاست تقسیم سود بدون نتیجه قطعی و نامتجانس باقی می‌ماند [۲۶].

میتون (۲۰۰۴) در بررسی حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود در بازارهای نوظهور نشان داد شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی قوی دارند، پرداخت سود تقسیمی آنها بالاتر است. علاوه بر این، در شرکت‌های با حاکمیت قوی‌تر ارتباطی منفی میان پرداخت‌های سود تقسیمی و فرصت‌های رشد وجود دارد [۲۹].

بابا (۲۰۰۸) اثر افزایش سهامداران خارج از شرکت را بر سیاست تقسیم سود بررسی کرد. نتیجه پژوهش وی نشان داد که افزایش بیشتر در مالکیت سهامداران خارج از شرکت با احتمال بالاتر (پایین‌تر) افزایش (کاهش) سودهای تقسیمی را به دنبال دارد و در واقع، باعث کاهش (افزایش) عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سهامداران می‌شود [۲۰].

در زیر به چند تحقیق انجام شده داخلی، مرتبط با این موضوع‌ها اشاره می‌شود:

شریعت‌پناهی (۱۳۸۰) موضوع مالکیت و رابطه آن با عملکرد را بررسی کرد. وی مالکیت را متغیری درونزا دید و بین نوع مالکیت و عملکرد شرکت‌ها رابطه‌ای مشاهده نکرد [۱۲]. میدری (۱۳۸۱) در بررسی ساختار مالکیت و رابطه آن با کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار دریافت که بازار سهام ایران دارای ساختار مالکیتی بسیار متمرکز است. در ایران همچون کشور چین و چک تمرکز بیشتر مالکیت با کارایی بیشتر همراه است. به عبارت

روش تحقیق

این تحقیق از جمله تحقیقات همبستگی است که از روش همبستگی از نوع تحلیل رگرسیون خطی و چندگانه برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. در تحقیق همبستگی، هدف اصلی آن است که مشخص شود آیا رابطه‌ای بین دو یا چند متغیر کمی وجود دارد و اگر این رابطه وجود دارد، اندازه و حد آن چقدر است؟ [۸] در همبستگی از ضریب تعیین استفاده می‌شود. با استفاده از ضریب تعیین می‌توان پی برد که چند درصد از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به تغییرات در متغیر مستقل نسبت داد [۱۰].

در این تحقیق رابطه بین متغیرها به صورت دو به دو بررسی شده است. در ابتدا به منظور بررسی اثر مالکیت سهامداران عمده بر عملکرد شرکت‌ها، درصد مالکیت سهامداران عمده (سهامداران بالای ۵ درصد) به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شد. با توجه به اینکه در ارتباط بین مالکیت متمرکز و عملکرد شرکت‌های فعال در بازار سهام، عملکرد به عنوان متغیر وابسته است، معیارهای مختلف ارزیابی عملکرد به دو دسته معیارهای درونی و معیارهای بیرونی تقسیم گردید. بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) به عنوان معیارهای درونی ارزیابی عملکرد، و نسبت Q تویین به عنوان معیار بیرونی برای ارزیابی عملکرد استفاده شد. در بررسی ارتباط میان عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود، عملکرد شرکت به عنوان متغیر مستقل (با معیارهای فوق‌الذکر) و سیاست تقسیم سود به عنوان متغیر وابسته تعریف شدند، که سیاست تقسیم سود با نسبت تقسیم سود بررسی گردید.

وجه قابل تمایز این تحقیق با تحقیقات انجام شده، در بررسی اثر سهامداران عمده که مالکیت آنها بیش از ۵ درصد سهام بود، همزمان بر معیارهای درونی (ROE، ROA) و معیار بیرونی عملکرد (Q تویین) است؛ ضمن آنکه در ادامه تحقیق اثر عملکرد بر نسبت سود تقسیمی و نیز اثر تمرکز مالکیت بر نسبت سود تقسیمی سنجیده شده است.

فرضیه‌های تحقیق

مسئله نمایندگی زائیده تفکیک مالکیت از مدیریت است. بر اساس اکثر تحقیقات انجام شده، تمرکز مالکیت باعث ارتقای عملکرد و بهبود سیاست‌های مالی واحدهای تجاری می‌گردد و مسئله نمایندگی را کاهش می‌دهد. در این تحقیق بر آن هستیم تا اثر تمرکز مالکیت را به عنوان یکی از ابزارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد واحدهای تجاری ایران و سیاست تقسیم سود در آنها مورد پژوهش قرار دهیم. لذا موضوع اصلی پژوهش، این است که آیا بین تمرکز مالکیت به عنوان یکی از ابزارهای مهم حاکمیت شرکتی و عملکرد و سیاست تقسیم سود در واحدهای تجاری رابطه‌ای وجود دارد و نوع و جهت این رابطه چیست؟ برای پاسخگویی به پرسش فوق فرضیات زیر مطرح گردید:

فرضیه اول: بین تمرکز مالکیت شرکت‌ها و معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین معیارهای عملکرد شرکت‌ها و سیاست تقسیم سود آنها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین تمرکز مالکیت شرکت‌ها و سیاست تقسیم سود آنها رابطه معناداری وجود دارد.

جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که نمونه‌گیری با استفاده از روش سیستماتیک انجام شد؛ لذا کل اعضای جامعه نمونه ما را تشکیل داده است. این شرکت‌ها باید در دوره ۹ ساله ۱۳۸۰-۱۳۸۸ حاوی ویژگی‌های زیر باشند:

- ۱- سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
 - ۲- جزو شرکت‌های گروه مالی شامل بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ‌ها و لیزینگ نباشند، زیرا افشای اطلاعات مالی و تصمیمات شرکت در آنها متفاوت است.
 - ۳- در طول دوره مورد نظر، سهام آنها به طور فعال در بورس معامله شده باشد.
- با توجه به مجموعه شرایط یاد شده، تعداد ۶۴ شرکت به عنوان جامعه آماری انتخاب شدند که داده‌های آنها در طول دوره ۹ ساله مورد نظر با استفاده از تلفیق داده‌های مقطعی و زمانی و به کمک نرم افزار آماری Eviews به روش پانل دیتا تجزیه و تحلیل شد. مورد قابل تمایز این روش با تحلیل رگرسیونی در برآورد پارامترهاست که در برآورد پارامترهای این مدل ماتریسی، واریانس و کوواریانس به لحاظ وابستگی مشاهدات، ماتریس واحد نیست. برآوردها در این روش به برآوردهای حداقل مربعات ادغام شده معروف هستند.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی مربوط به پارامترهای جامعه تحقیق در نگاره شماره ۱ آورده شده است:

همچنین، در بررسی ارتباط میان ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود، ساختار مالکیت سهامداران عمده؛ یعنی مالکیت بالای ۵ درصد [۱۹ و ۱۴] به عنوان متغیر مستقل و نسبت تقسیم سود به عنوان متغیر وابسته است.

اطلاعات مربوط به سهامداران با مالکیت بیش از ۵ درصد سهام، از یادداشت توضیحی پیوست صورت‌های مالی و داده‌های مربوط به ROA و ROE حسب مورد از ترازنامه و صورت سود و زیان استخراج شد.

ROA، بازده سرمایه‌گذاری در دارایی‌هاست و میزان سود به ازای هر یک ریال سرمایه‌گذاری شده در دارایی‌ها را نشان می‌دهد و در واقع، رابطه بین حجم سرمایه‌گذاری و سود را بیان می‌کند [۴].

کل دارایی‌ها / هزینه‌های مالی + سود خالص = ROA
 ROE، نرخ بازده ارزش ویژه شرکت است. با استفاده از این نسبت، سود شرکت در ازای هر یک ریال حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود. در واقع، این نسبت رابطه بین سود و ارزش ویژه شرکت را نشان می‌دهد [۴].

جمع حقوق صاحبان سهام / سود خالص = ROE
 Q توبین، این نسبت نشان‌دهنده ارزش بازار سهام به ارزش دفتری آن است.

ارزش دفتری سهام / ارزش بازار سهام = Q توبین
 درصد تقسیم سود (نسبت سود پرداختی)، نشان‌دهنده میزان تقسیم سود شرکت به ازای هر سهم است.

سود هر سهم / سود تقسیمی هر سهم = درصد تقسیم سود

نگاره شماره ۱. نتایج بررسی آمار توصیفی داده‌ها

متغیرها	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
درصد مالکیت	۵۷۶	۶۹/۴۰	۷۲/۷۸	۲۰/۶۳	-۱/۴۵	۲/۱۲
ROA	۵۷۶	۰/۲۰	۰/۱۸	۰/۱۱	۰/۴۷	۰/۷۲
Ln(Q-Tobin)	۵۷۶	۱/۱۳	۱/۰۵	۰/۸۹	-۰/۱۹	۰/۵۷
ROE	۵۷۶	۰/۵۵	۰/۴۴	۰/۵۲	۱/۰۷	۰/۲۱
DPS/EPS	۵۷۶	۰/۷۱	۰/۸۰	۰/۳۲	-۰/۶۹	۰/۱۵

مالکیت با هر کدام از معیارهای عملکرد به عنوان متغیر وابسته در نگاره‌ی جداگانه بررسی شده است.

- آزمون رابطه میان تمرکز مالکیت و معیار عملکرد

ROA

نگاره شماره ۲ نتایج آزمون رابطه بین تمرکز مالکیت را با معیار ROA به عنوان معیار سنجش عملکرد نشان می‌دهد.

قبل از آزمون فرضیات، نرمال بودن داده‌ها با استفاده از آزمون کلموگروف-اسمیرنف بررسی گردید.

فرضیه اول: بین تمرکز مالکیت و معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه معناداری وجود دارد.

در آزمون فرضیه اول متغیر مستقل؛ یعنی تمرکز

نگاره شماره ۲. نتایج آزمون رابطه بین تمرکز مالکیت و معیار ROA

متغیر	ضرایب	t.Stat	سطح معناداری t (Prob)
C	۰/۱۷۸	۱۰/۸۵۲	۰/۰۰۰۰
تمرکز مالکیت	۰/۰۰۰	۱/۰۷۰	۰/۲۸۵
ضریب تعیین	۰/۰۲	آماره دوربین-واتسون	۲/۷۰۷
آماره F	۱/۱۴۵	سطح معناداری F	۰/۲۸۵

کوچکتر از ۱/۹۶ است که بیانگر عدم رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت سهامداران عمده و معیار عملکرد ROA است و این بخش از فرضیه اول رد است.

- آزمون رابطه میان تمرکز مالکیت و معیار عملکرد

ROE

نتایج آزمون این فرضیه به طور خلاصه در نگاره شماره ۳ ارائه شده است.

سطح معنی‌داری F برابر با ۰/۲۸۵ است که بزرگتر از سطح معناداری ۵٪ است و حاکی از عدم معنی‌داری مدل است. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵٪، مدل رگرسیون رابطه معناداری را بین تمرکز مالکیت و معیار عملکرد ROA ارزیابی نمی‌کند.

سطح معناداری t برای شیب (β_1) برابر ۰/۲۸۵ است که بزرگتر از $\alpha=۰/۰۵$ است و نیز آماره آن

نگاره شماره ۳. نتایج آزمون رابطه بین تمرکز مالکیت و معیار ROE

متغیر	ضرایب	t.Stat	سطح معناداری t (Prob)
C	۰/۳۴۷	۴/۶۰۸	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	۰/۰۰۳	۲/۸۲۳	۰/۰۰۵
ضریب تعیین	۰/۱۳۲	آماره دوربین-واتسون	۱/۸۴۴
آماره F	۷/۹۷۰	سطح معناداری F	۰/۰۰۵

β_1 بزرگتر از مقدار بحرانی $\pm 1/96$ است که بیانگر وجود رابطه‌ای معنادار بین تمرکز مالکیت سهامداران عمده و معیار عملکرد ROE است و این بخش از فرضیه اول تأیید می‌شود. مقدار آماره دوربین-واتسون برابر $1/844$ و نزدیک به ۲ است. بنابراین، احتمال وجود همبستگی بین باقیمانده‌ها از بین می‌رود.

مقدار سطح معنی‌داری F برابر با $0/005$ است؛ که کوچکتر از سطح معناداری 5% است، لذا حاکی از معنی‌داری مدل است. بنابراین، با اطمینان 95% مدل رگرسیون مربوط به تمرکز مالکیت و معیار عملکرد ROE معنادار است. طبق نگاره فوق ضریب تعیین برابر با $13/2$ درصد است و نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت $13/2$ درصد از تغییرات ROE را تفسیر می‌کند. در نتیجه مدل به صورت زیر برازش می‌شود:

- آزمون رابطه میان تمرکز مالکیت و معیار عملکرد

Q توبین

نتایج آزمون این فرضیه به طور خلاصه در نگاره شماره ۴ ارائه شده است.

$$ROE_{it} = 0/347 + 0/003 (\text{تمرکز مالکیت})$$

سطح معناداری t برای عرض از مبدأ (β_0) و شیب (β_1) به ترتیب $0/005$ و $0/005$ است که کمتر از $\alpha = 0/05$ است و نیز آماره t به دست آمده برای β_0 و

نگاره شماره ۴. نتایج آزمون رابطه بین تمرکز مالکیت و معیار Q توبین

متغیر	ضرایب	t.Stat	سطح معناداری t (Prob)
C	۰/۷۸۰	۶/۰۵۳	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	۰/۰۰۵	۲/۸۵۰	۰/۰۰۵
ضریب تعیین	۰/۱۴۰	آماره دوربین-واتسون	۱/۶۲۸
آماره F	۸/۱۲۴	سطح معناداری F	۰/۰۰۵

تمرکز مالکیت و معیار عملکرد Q توبین معنادار است. ضریب تعیین معادل 14% درصد است. در نهایت، مدل به صورت زیر برازش می‌شود:

مقدار سطح معناداری F برابر با $0/005$ و کمتر از سطح معنادار 5% و حاکی از معنی‌داری مدل است. بنابراین، با اطمینان 95% مدل رگرسیون مربوط به

مالکیت سهامداران عمده و معیار عملکرد Q توبین است و این بخش از فرضیه اول تأیید می‌شود. مقدار آماره دوربین-واتسون برابر با ۱/۶۲۸ و نسبتاً نزدیک به ۲ است. بنابراین، احتمال وجود همبستگی بین باقیمانده‌ها از بین می‌رود. نتایج سه بخش فرضیه اول در نگاره شماره ۵ خلاصه شده است.

$$\ln(Q)_{it} = 0.780 + 0.005(\text{مالکیت})$$
 سطح معناداری t برای عرض از مبدأ (β_0) و شیب (β_1) به ترتیب برابر با ۰/۰۰۵ و ۰/۰۰۵ و کوچکتر از $\alpha = 0.05$ است و نیز آماره t به دست آمده برای β_0 و β_1 بزرگتر از مقدار بحرانی ± 1.96 است که بیانگر وجود رابطه‌ای معنادار بین تمرکز

نگاره شماره ۵. نتایج خلاصه شده رابطه بین تمرکز مالکیت و معیارهای عملکرد

نتیجه آزمون فرضیه	متغیرهای تحقیق
بین تمرکز مالکیت و معیار عملکرد ROA رابطه معناداری وجود ندارد.	تمرکز مالکیت و ROA
بین تمرکز مالکیت و معیار عملکرد ROE رابطه معناداری وجود دارد.	تمرکز مالکیت و ROE
بین تمرکز مالکیت و معیار عملکرد Q توبین رابطه معناداری وجود دارد.	تمرکز مالکیت و Q توبین

فرضیه دوم: بین معیارهای عملکرد (ROA, ROE و Q توبین) و نسبت تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

در آزمون این فرضیه متغیر مستقل معیارهای عملکرد و متغیر وابسته نسبت تقسیم سود است. نتایج آزمون این فرضیه به طور خلاصه در نگاره شماره ۶ ارائه شده است.

نتایج تحقیقات مک‌کانل و سرویز (۱۹۹۰)، کلاسنس و جانکو (۱۹۹۹)، ژو و وانگ (۱۹۹۹)، گورسوی و آی‌دوگان (۲۰۰۳)، سیفرت، گانسنس و رایت (۲۰۰۴) و گوتیرز و پومبو (۲۰۰۸) با نتایج این تحقیق همسوست، زیرا اعتقاد داشتند تمرکز بیشتر مالکیت باعث نظارت بهتر سهامداران شده، عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد.

نگاره شماره ۶. نتایج آزمون معیارهای عملکرد و نسبت تقسیم سود

متغیر	ضرایب	T	(Prob) سطح معناداری t
C	۰/۴۷۶	۱۸/۷۴۷	۰/۰۰۰
ROA	۰/۸۱۷	۵/۳۶۹	۰/۰۰۰
ROE	۰/۰۶۳	۱/۶۸۰	۰/۰۹۳
Q توبین	۰/۰۳۹	۲/۰۹۰	۰/۰۳۷
ضریب تعیین	۰/۱۹۱	آماره دوربین-واتسون	۱/۶۴۵
آماره F	۴۵/۰۰۸	سطح معناداری F	۰/۰۰۰

مقدار سطح معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰ است که کوچکتر از ۵٪ و حاکی از معنی‌داری مدل است. بنابراین، با احتمال ۹۵٪ مدل رگرسیون مربوط به معیارهای عملکرد و نسبت تقسیم سود معنادار است. ضریب تعیین برابر با ۱۹/۱ درصد است و نشان می‌دهد که معیارهای عملکرد ۱۹/۱ درصد از تغییرات نسبت سود تقسیمی را تفسیر می‌کند.

سطح معنی‌داری t برای ROE برابر با ۰/۰۹۳ است که بزرگتر از سطح خطای ۰/۰۵ و نشان دهنده عدم معنی‌دار بودن ضرایب این متغیر است. به همین علت، ضریب ROE را حذف کردیم و مدل یک بار دیگر با ضرایب معنادار ROA و Q توبین بررسی شد.

نگاره شماره ۷. نتایج آزمون رابطه بین معیار عملکرد (ROA و Q توبین) و نسبت تقسیم سود

متغیر	ضرایب	t.Stat	سطح معناداری t (Prob)
C	۰/۴۶۶	۱۸/۸۱۳	۰/۰۰۰
ROA	۰/۹۵۵	۷/۴۲۹	۰/۰۰۰
Q توبین	۰/۰۵۴	۳/۳۲۳	۰/۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۱۸۷	آماره دوربین-واتسون	۱/۷۶۳
آماره F	۶۵/۸۹۱	سطح معناداری F	۰/۰۰۰

نتایج نشان می‌دهد مقدار سطح معناداری F برابر با ۰/۰۰ است که کوچکتر از سطح معنادار ۵٪ و حاکی از معناداری مدل است. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵٪ مدل رگرسیون رابطه معناداری را بین دو معیار عملکرد؛ یعنی ROA و Q توبین با نسبت سود تقسیمی ارزیابی می‌کند.

ضریب تعیین در این نگاره ۱۸/۷ درصد است و نشان می‌دهد که ۱۸/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته؛ یعنی نسبت سود تقسیمی توسط متغیر مستقل ROA و Q توبین تفسیر می‌شود.

در نهایت، مدل رگرسیون به شرح زیر برآزش می‌شود:

$(DPS/EPS)_{it} = 0.466 + 0.955 (ROA) + 0.054 (Q)$ توبین) است که کمتر از $\alpha = 0.05$ است و نیز آماره t به دست آمده برای عرض از مبدأ و شیب بزرگتر از مقدار بحرانی ± 1.96 است که بیانگر وجود رابطه‌ای معنادار بین معیار عملکرد ROA و Q توبین با نسبت سود تقسیمی است. کورمندی و زاروین (۱۹۹۶) نیز به این نتیجه رسیدند که سودهای دائمی مهمترین عوامل مؤثر بر تقسیم سود هستند و سودهای موقتی اثر کمی بر سود تقسیمی سهام دارند [۱۳]. چالاکی (۱۳۸۲) دریافت

نتایج آزمون این فرضیه به طور خلاصه در نگاره شماره ۸ ارائه شده است.

که سود تقسیمی شرکت‌ها عمدتاً تابعی از میزان سود و جریان نقدی آنهاست [۶].

فرضیه سوم: بین تمرکز مالکیت و نسبت تقسیم سود رابطه معنادار وجود دارد.

نگاره شماره ۸. نتایج آزمون رابطه بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود

متغیر	ضرایب	t.Stat	(Prob) سطح معناداری t
C	۰/۶۳۷	۱۳/۵۳۷	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	۰/۰۰۱	۱/۷۱۴	۰/۰۸۷
ضریب تعیین	۰/۰۰۵	آماره دوربین-واتسون	۱/۷۲۲
آماره F	۲/۹۳۹	سطح معناداری F	۰/۰۸۷

نتیجه‌گیری

بحث مالکیت سهام در شرکت‌ها، و تأثیر آن بر عملکرد شرکت‌ها، از جمله موضوع‌های قابل پژوهش در حوزه حاکمیت شرکتی است که چندین دهه مورد توجه محققان بوده است. با توجه به تفکیک مالکیت از مدیریت، ساختار مالکیت به عنوان یکی از ابزارهای محرک کاهش هزینه‌های شرکت و افزایش ارزش و عملکرد شرکت محسوب می‌شود. در این میان، ساختار مالکیت متمرکز و یا به عبارت دیگر، تمرکز مالکیت در دست یک یا چند سهامدار عمده مکانیسمی برای کنترل شرکت‌ها تلقی می‌گردد و تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها دارد [۱].

با توجه به بررسی‌های انجام شده و آزمون فرضیه‌های تحقیق، به این نتیجه دست یافتیم که تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد؛ هرچند این نتیجه برای دو سنجه ROE و Q توین صادق بود و در مورد ROA صادق نمی‌گردد.

سطح معناداری F برابر با ۰/۰۸۷ است که بزرگتر از سطح معنادار ۵٪ و حاکی از عدم معناداری مدل است. بنابراین، با ۹۵٪ اطمینان می‌توان گفت بین مالکیت متمرکز و نسبت سود تقسیمی رابطه معناداری وجود ندارد.

سطح معناداری t برای شیب (β_1) برابر با ۰/۰۸۷ است که بزرگتر از $\alpha=۰/۰۵$ است. آماره t به دست آمده برای β_1 کوچکتر از مقدار بحرانی ۱/۹۶ است که بیانگر عدم رابطه‌ای معنادار بین مالکیت متمرکز سهامداران عمده و نسبت سود تقسیمی و رد فرضیه سوم است. در این زمینه روزف (۱۹۸۲) نشان داد که پرداخت سود رابطه معکوس با نسبت مالکیت مدیریت، اما رابطه مستقیم با تعداد سهامداران عادی دارد. در مقایسه تروننگ و هینی (۲۰۰۷) نشان دادند که بزرگترین سهامداران بر سیاست تقسیم سودی که شرکت می‌پذیرد، تأثیر می‌گذارند و رابطه معکوسی میان بزرگترین سهامداران و پرداخت سود تقسیمی وجود دارد [۳۳].

پراکنندگی سهام باعث کنترل کمتری از جانب از آنجا که هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده، امکان نظارت فعالتر سهامداران را بر عملکرد مدیران نیز فراهم می‌نماید. در بازار سهام ایران که دارای ساختار مالکیتی بسیار متمرکز است و قوانین جدی برای حمایت از حقوق سهامداران جزء در آن وجود ندارد، مالکیتی به غیر از مالکیت متمرکز تأثیر منفی بر کارایی دارد.

با توجه به اینکه یکی از مهمترین وظایف مدیران تصمیم‌گیری است، تصمیمات مدیران در زمینه‌های مختلفی، از جمله تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری‌ها و تقسیم سود می‌تواند در عملکرد آنها مؤثر باشد. بر اساس یافته‌های این تحقیق، عملکرد مالی شرکت بر مبنای ROA و Q توبین سیاست تقسیم سود را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در چنین مواردی، اگر عملکرد بالا (پایین) باشد، نسبت پرداخت سود بالا (پایین) است. در واقع، سود تقسیمی تابعی از نسبت سودآوری و نقدینگی شرکت است که هر چقدر این عوامل بهتر شد، نسبت تقسیم سود بالاتر است و سود تقسیمی بالاتر نیز افزایش ثروت سهامداران را در قالب افزایش قیمت سهام در پی دارد.

در بررسی فرضیه سوم رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود مشاهده نشد؛ یعنی می‌توان گفت سهامداران عمده تأثیری بر درصد سود پرداختی واحدهای تجاری نشان ندادند؛ حال آنکه در تحقیقات خارج از ایران بزرگترین سهامداران بر سیاست تقسیم سود شرکت اثر گذارده، این تأثیر

سهامداران بر مدیران می‌شود. بنابراین، تمرکز مالکیت وابسته به نوع سهامداران (سهامداران داخلی، سهامداران نهادی) است. در این کشورها سیاست تقسیم سود را می‌توان ابزاری برای کاهش تعارض سهامداران جزء و عمده و دفاع از حقوق سهامداران جزء دانست.

در کشورهایی که حمایت از سرمایه‌گذاران قوی است، رابطه مثبتی میان حاکمیت شرکتی و پرداخت سودهای تقسیمی وجود دارد. در نتیجه، هنگامی که سهامداران توسط دولت‌ها یا توسط خود شرکت‌ها به خوبی حمایت شده‌اند، سرمایه به صورت کاراتری تخصیص می‌یابد [۲۹].

محدودیت‌های تحقیق

۱- یکی از محدودیت‌های این تحقیق، عدم امکان دسترسی به اطلاعات دقیق در مورد ترکیب مالکیت شرکتهاست. یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی دربرگیرنده ترکیب سهامداران شرکت هاست که این اطلاعات معمولاً به شکل سلیقه‌ای و به شکلی ناهماهنگ ارائه می‌شود. سایر سهامداران، یک گروه و عنوان کلی است که اشخاص حقوقی و حقیقی نامتجانس در آن جای گرفته‌اند.

۲- در این تحقیق معیار سهامدار عمده، مالکیت ۵٪ سهام در نظر گرفته شد و در صورتی که درصد بالاتر یا پایین‌تر در نظر گرفته می‌شد، امکان دستیابی به نتایج متفاوت وجود داشت؛ ضمن آنکه اکثر قریب به اتفاق شرکت‌ها ملاک سهامداران عمده را ۵٪ در نظر گرفته بودند، و در صورت معیاری متفاوت، دستیابی به اطلاعات آن نیز مشکل می‌شد.

۴- جهانخانی، علی و پارسایان، علی. (۱۳۸۶).
مدیریت مالی. جلد اول، تهران: سمت.

۵- جهانخانی، علی و قربانی، سعید. (۱۳۸۴).
«شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه تحقیقات مالی، ش ۲۰، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

۶- چالاکی، پری. (۱۳۸۲). اثر سود حسابداری و جریان‌ات نقدی عملیاتی بر تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس تهران.

۷- حاجیان، نجمه. (۱۳۸۵). اثر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی تهران.

۸- حافظ‌نیا، محمدرضا. (۱۳۸۱). مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، تهران: سمت.

۹- حساس یگانه، یحیی و شهریاری، علیرضا. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، ش ۴، دانشگاه اصفهان.
۱۰- خاکی، غلامرضا. (۱۳۷۸). روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی، تهران: درایت.

۱۱- خالقی مقدم، حمید و برزیده، فرخ. (۱۳۸۲). «ارتباط بین رویکردهای مختلف در اندازه‌گیری عملکرد مالی شرکت‌ها»، فصلنامه مطالعات حسابداری، ش ۲، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.

۳- تعداد اندک شرکت‌های نمونه می‌تواند تعمیم نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد.

۴- استفاده از سایر معیارهای عملکرد، مانند معیارهای بیرونی P/E و بازده سهام می‌تواند نتیجه تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد.

پیشنهاد‌های تحقیق

در اینجا به پیشنهادهایی برای انجام تحقیقات آتی اشاره می‌شود:

۱- بررسی اثر تمرکز مالکیت بر عملکرد با در نظر گرفتن صنایع مختلف؛

۲- بررسی اثر مالکیت سهام مدیریتی و مالکیت سهام خانوادگی بر عملکرد شرکت؛

۳- بررسی سایر جوانب تمرکز مالکیت مانند بررسی اثر تمرکز مالکیت بر روی عواملی، چون مدیریت سود، کیفیت سود و ریسک با استفاده از معیارهای بیرونی و درونی عملکرد.

منابع

۱- احمدوند، ژیللا. (۱۳۸۵). بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (س).

۲- پوریا نسب، امیر و تالانه، عبدالرضا. (۱۳۷۴). «خط‌مشی تقسیم سود و ارزشگذاری سهام»، فصلنامه تحقیقات مالی، سال اول، ش ۴، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

۳- جهانخانی، علی. (۱۳۷۱). «آثار پرداخت سود سهام بر ارزش شرکت‌ها»، ماهنامه حسابداری، سال هشتم، ش ۹۳ و ۹۴.

- ۱۹- میدری، احمد. (۱۳۸۱). سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصاد ایران، پایان‌نامه دکتری به راهنمایی دکتر ابوالقاسم مهدوی، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
- 20- Baba, Naohiko. (2008). Increased Presence of foreign investors and dividend policy of Japanese Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, pp.135-150
- 21- Baker, H. Kent. Mukherjee, Tarun K. Paskelian, Ohannes George. (2006). How Norwegian managers view dividend policy. *Global Finance Journal*, Vol (17), pp. 155-176
- 22- Baker, H. Kent. Powell, Gary E. Veit, E Theodore. (2002). Revisiting the dividend puzzle Do all of the pieces now fit? *Review of Financial Economics*, Vol (11), pp. 241- 261
- 23- Claessens, Sthjn. Djankov, Simeon. (۱۹۹۹). Ownership concentration and Corporate Performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*, Vol (27), pp. 498-513
- 24- Chen, Zhilan. Cheung, Yan-Leung. Stauraitis, Aris. Wong, Anita W.S. (2005). Ownership Concentration, Firms performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basic Financial Journal*, Vol (13), PP. 431-449
- 25- Demsetz, Harold. Villalonga, Belen. (2001). Ownership Structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, Vol (7), pp. 209-233
- 26- Frankfurter, George. Wood Jr, Bob G. (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, Vol (11), pp. 111-138
- 27- Gursoy, Guner, Aydogan, Kursat. (2003). Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance, An Empirical Investigation in Turkish Listed
- ۱۲- شریعت پناهی، سید مجید. (۱۳۸۰). اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه دکتری به راهنمایی دکتر حسین عبده تبریزی، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی تهران.
- ۱۳- عامری، مریم. (۱۳۸۶). سیاست تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و رابطه آن با کیفیت سود، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (س).
- ۱۴- ماه‌آورپور، راضیه. (۱۳۸۶). بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (س).
- ۱۵- مظلومی، نادر. (۱۳۸۲). رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه دکتری به راهنمایی دکتر حسین رحمان سرشت، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی تهران.
- ۱۶- ملک محمدی، محمد رضا. (۱۳۸۱). «سیاست تقسیم سود»، مجله بورس، ش ۳۰، ص ۵۲.
- ۱۷- مهرانی، ساسان و تالانه، عبدالرضا. (۱۳۷۷). «تقسیم سود در شرکت‌ها»، ماهنامه حسابداری، سال دوازدهم، ش ۱۲۵.
- ۱۸- مهرانی، کاوه. (۱۳۸۳). رابطه سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری، پایان‌نامه دکتری به راهنمایی دکتر نقی بهرام‌فر، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

- on performance and Equity Ownership by Insiders Blockholders, and Institutions. *J.of Multi. Fin. Manage*, Vol (15), pp.171-191
- 32- Short, Helen. Zhang, Hao. Keasey, Kevin .(2002). The Link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, Vol (8), pp. 105-122
- 33- Troung, Thanh. Heany, Richard. (2007). Largest shareholder and dividend policy around the world. *The Quarterly Review Of Economics and Finance*, Vol (47), pp. 667-687
- 34- Xu, Xiaonian ph.D. Wang, Yan ph.D.(1999). Ownership Structure and corporate governance in Chinese Stok companies. *China Economic Reviw*, Vol (10), pp. 75-98
- companies. *Emerging Markrts Finance and Trade*, Vol (38), No. 38, pp. 6-25
- 28- Gutierrez, Luis H. Carlos. Pombo .(2008). Corporate ownership and control contestability in emerging Markets: The case of Colombia. *Journal of Economics and Business*, pp.235-266
- 29- Mitton, Todd .(2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, Vol (5), pp. 406-426
- 30- Omran, Mohammad M. Bolbol, Ali. Fatheldin, Ayten .(2008). Corporate governance and firm performance in Arab equity markets: Dose ownership concentration matter?,*International Review of Law Economics*, Vol (28), pp.32-45
- 31- Seifret, Bruno, Gonence, Halit. Wright, Jim. (2004). The international Evidence