

تأثیر ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

سید عباس هاشمی^۱

فاطمه رضایی مهر^۲

چکیده

هدف از انجام این پژوهش، بررسی تأثیر ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی بر خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ است. نمونه آماری شامل ۷۲ شرکت می‌باشد که با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب و با استفاده از روش داده‌های تابلویی تجزیه و تحلیل شده است. خلاصه یافته‌های پژوهش حاکی از این است که در سطح کل نمونه بین درصد مالکیت نهادی و خط‌مشی تقسیم سود رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. همچنین بین درصد مالکیت حقیقی و جریان وجوه نقد عملیاتی با خط‌مشی تقسیم سود رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. علاوه بر این بین حساسیت جریان‌های نقدی با متغیر مذکور رابطه ای یافت نشد. **واژگان کلیدی:** خط مشی تقسیم سود، درصد مالکیت نهادی، درصد مالکیت فردی، جریان وجوه نقد عملیاتی، حساسیت جریان‌های نقدی

۱. استادیار و عضو هیأت علمی دانشگاه اصفهان، گروه حسابداری، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول)

Email: a.hashemi2@yahoo.com

۲. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، گروه حسابداری، مبارکه، اصفهان، ایران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۱۰/۰۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۱۲/۱۹

۱. مقدمه

یکی از گروه‌های اصلی استفاده‌کننده از اطلاعات مالی شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان هستند. خط مشی تقسیم سود به عنوان یکی از اطلاعات اثرگذار در بازار سرمایه، برای سرمایه‌گذاران از اهمیت خاصی برخوردار است، زیرا اغلب سرمایه‌گذاران با استفاده از آن اقدام به اخذ تصمیمات مورد نظر خود می‌نمایند. به منظور افزایش قدرت پیش‌بینی سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک شرکت، شناسایی عوامل موثر بر خط مشی تقسیم سود می‌تواند بسیار مفید و حائز اهمیت باشد. اهمیت این موضوع نزد مدیران شرکت‌ها به جهت استفاده از اطلاعات حاصل در فرآیند اداره شرکت و ارزیابی بازار از عملکرد آنان جدی است. از همین رو، بخشی از توجه و توان مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن به عنوان خط مشی تقسیم سود یاد می‌شود. اما مهمتر از خط‌مشی تقسیم سود، ریشه‌یابی دلایل اتخاذ خط‌مشی تقسیم سود از طرف شرکت‌هاست. زیرا دلایل و عوامل تعیین‌کننده به‌دست آمده از این ریشه‌یابی، نه تنها به توضیح رفتار شرکت‌ها در گذشته کمک می‌کند، بلکه ابزاری را برای پیش‌بینی حرکت و مسیر آتی آن‌ها در این حوزه فراهم می‌آورد. در ایران پژوهش‌هایی پیرامون بررسی عوامل مؤثر بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌ها انجام گرفته، اما در خصوص تأثیر ترکیب ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی بر خط‌مشی تقسیم سود شرکت در داخل کشور تحقیقی صورت نگرفته است. با توجه به اهمیت موضوع، پژوهش حاضر به بررسی رابطه ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی با خط‌مشی تقسیم سود شرکت‌ها می‌پردازد. در ادامه، ابتدا ادبیات و پیشینه پژوهش بیان می‌گردد، سپس فرضیه‌ها، روش پژوهش و متغیرهای مورد استفاده در پژوهش توضیح داده می‌شود و در نهایت آزمون فرضیه‌ها و نتایج تحقیق بیان خواهد شد.

۲. مبانی نظری پژوهش

افراد برای تصمیم‌گیری نیاز به اطلاعات مالی دارند. یکی از منابع اطلاعاتی، اطلاعات حسابداری است. در مبانی نظری گزارشگری مالی به نقش اطلاعات مالی و مفید بودن آن در تصمیم‌گیری افراد اشاره شده است. هیأت استانداردهای حسابداری

مالی^۱ در بیانیه مفهومی شماره (۱) هدف گزارش‌گری مالی را به این صورت بیان می‌کند که " گزارشگری مالی باید اطلاعاتی را فراهم آورد که سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه، اعتبار دهندگان و سایر استفاده‌کنندگان برای تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و تصمیمات مشابه لازم دارند "(هیأت تدوین استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۷۸). بنابراین اطلاعاتی که توسط حسابداران تهیه می‌شود باید بتواند نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان را برآورده سازد.

سود خالص یکی از اقلام حسابداری است که در گزارش‌های مالی تهیه و ارائه می‌شود. معمولاً سود به عنوان عاملی برای تدوین سیاست‌های تقسیم سود، عاملی برای پیش‌بینی و از همه مهمتر راهنمایی برای سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری به شمار می‌آید. سیاست تقسیم سود، از چالشی‌ترین مباحث مدیریت مالی است. الگوهای نظری متضاد که اغلب فاقد پشتوانه تجربی هستند، به دنبال توضیح سیاست‌های تقسیم سود شرکت می‌باشند (فرانک فوتر و وود، ۲۰۰۲)^۲. تقسیم سود از دو جنبه بسیار مهم قابل بحث است و از یک طرف، عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت‌ها می‌باشد. تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می‌شود. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند، از این رو مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین تصمیمات تقسیم سود اتخاذ شده از سوی مدیران بسیار حساس و دارای اهمیت است (مهرانی و تالانه، ۱۳۷۷). همچنین شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود، از اصلی‌ترین دغدغه‌های ذینفعان بنگاه‌های اقتصادی است. آگاهی از این عوامل ضمن آنکه تصویر روشنی از توان توزیع نقدینگی شرکت‌ها را ارائه می‌دهد، امکان برآورد رفتار آتی آن‌ها را نیز فراهم می‌سازد (فروغی و همکاران، ۱۳۸۸). همیشه بین مدیران و صاحبان سهام عمده از یک طرف و هزاران هزار سرمایه‌گذار کوچک از طرف دیگر بر سر مسأله تقسیم سود تضاد وجود دارد. سرمایه‌گذاران فردی از سرمایه‌گذاری خود انتظار دریافت

1. Financial Accounting Standards Board (FASB)

2. Frankfurter & Wood

سود دارند و مایل هستند بازده سهام خود را به شکل نقدی دریافت کنند، ولی سهامداران عمده مایل هستند که سود در شرکت نگهداری و صرف توسعه گردد تا در نتیجه قیمت سهام شرکت از این طریق افزایش یابد (افزا و میرزا، ۲۰۱۰)^۱. انتظار این است شرکت‌هایی که اکثر سهام آن‌ها را مدیران و سهامداران عمده خریداری نموده‌اند، تقسیم سود کمتری داشته باشند و سود خود را در فرصت‌های سرمایه‌گذاری مصرف کنند و شرکت‌هایی که سهام آن‌ها را سرمایه‌گذاران حقیقی خریداری نموده‌اند سود تقسیمی بیشتری را مد نظر داشته باشند (صادقی و بهادری، ۱۳۸۸). علاوه بر این، اگر شرکت‌ها وجه نقد لازم برای تقسیم سود نداشته باشند، سود کمتری را تقسیم می‌کنند.

۳. خط مشی تقسیم سود و سهامداران نهادی

مالکیت سرمایه در اکثر شرکت‌های سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در اختیار سهامداران نهادی قرار دارد و این امر باعث شده تا این گروه از سهامداران، نفوذ زیادی در ساختار سرمایه شرکت‌ها پیدا کنند و بر ساختار مالکیت شرکت‌ها تسلط یابند. طبیعتاً تسلط سهامداران نهادی بر ساختار مالکیت شرکت‌ها، فرآیند اتخاذ تصمیمات مالی و عملیاتی در این شرکت‌ها را نیز تحت تأثیر قرار خواهد داد و به این ترتیب، سهامداران نهادی تلاش خواهند کرد تا در هنگام اتخاذ تصمیمات اثرگذار بر سود گزارش شده و سود توزیع شده شرکت‌ها نفوذ خود را اعمال کنند. از آن جایی که سهامداران نهادی در شرکت‌ها بر مبنای اطلاعات موجود و انتظار از سودآوری واحد تجاری اقدام به تغییر در میزان مالکیت خود از طریق خرید و فروش سهام می‌نمایند، تغییر در میزان مالکیت این دسته از سهامداران توانسته است سودآوری و بازدهی غیرعادی ایجاد کند (علی و همکاران، ۲۰۰۲)^۲. به طور کلی، دو دیدگاه متناقض زیر در زمینه ارتباط بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود وجود دارد:

وجود ارتباط منفی: براساس فرضیه پیام رسانی، مدیران با آگاهی و اطلاعات بیشتر نسبت به بازار، انتظارات خود را در مورد عایدات آینده شرکت با پرداخت سود

1. Afza & Mirza

2. Ali et. al

به بازار مخابره می‌کنند. 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 معتبر 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 (بیچارا، ۲۰۰۸).^۱ همچنین در زمان وجود تضاد منافع، نظارت خارجی یا بیرونی بر عملکرد مدیریت، عنصرکنترلی مهمی به شمار می‌رود. سهامداران نهادی یک گروه از نظارت‌کنندگان بیرونی به شمار می‌روند. اگر سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ به عنوان نمایندگان نظارتی عمل کنند و سود تقسیمی به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی پرداخت شود، براساس 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 ایجاب می‌کند (استورایتز و وو، ۲۰۰۴).^۲

وجود ارتباط مثبت: 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 این که سود انباشته یک منبع مالی داخلی است، پرداخت سود تقسیمی، شرکت‌ها را ملزم می‌کند تا در زمان نیاز به تامین مالی به بازارهای سرمایه بیرونی یا خارجی متوسل شوند. این امر نظارت بازار سرمایه را بر شرکت تحمیل می‌کند. نقش مالکان نهادی در این فرضیه 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

1. Bichara

2. Stouraitis & Wu

نقدی مخالفت، و با توجه به قدرت رای خود، مدیران را به تقسیم سود وادار کنند (بیچاره، ۲۰۰۸). به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح می‌دهند تا جریان‌های نقدی آزاد در قالب سود تقسیمی توزیع شود تا هزینه‌های نمایندگی مربوط به جریان‌های نقدی آزاد کاهش یابد (استورایتز و وو، ۲۰۰۴).

۴. جریان‌های نقدی و خط مشی تقسیم سود

بسیاری از پژوهشگران نظیر لیترر^۳ معتقدند از عوامل حائز اهمیت در تعیین میزان سود تقسیمی، وضعیت نقدینگی شرکت‌ها و در واقع توانایی پرداخت سود سهام است. نامناسب بودن وضعیت نقدینگی شرکت‌ها سبب محدود کردن مدیران در توزیع سود می‌شود. سود سهام مستلزم پرداخت وجوه نقد است. از این رو وضعیت نقدینگی شرکت، تصمیمات مربوط به تقسیم سود را تحت تأثیر قرار می‌دهد. واحد تجاری ممکن است به دلیل عدم دسترسی به وجه نقد، نتواند سود بپردازد یا درصد توزیع سود شرکت در مقایسه با سال‌های قبل کاهش یابد (پورحیدری و خاکساری، ۱۳۸۷). با توجه به مطالب گفته شده، می‌توان چنین بیان کرد که هرچه نقدینگی شرکتی بیشتر باشد، احتمال اینکه این شرکت سود نقدی تقسیم کند، بیشتر است.

با توجه به موارد مذکور، این پژوهش درصدد پاسخ به این سؤال است که آیا ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی بر خط‌مشی تقسیم سود تأثیر دارند؟

۵. پیشینه پژوهش

افزا و میرزا (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی با خط‌مشی تقسیم سود برای ۱۰۰ شرکت پاکستانی طی سالهای ۲۰۰۵-۲۰۰۷ پرداخته‌اند. در این پژوهش از روش داده‌های تابلویی و با استفاده از روش OLS تخمین انجام شده است. متغیر وابسته تحقیق سیاست تقسیم سود می‌باشد که برای آن دو شاخص در نظر گرفته شده است: اول کل سود پرداختی به مجموع دارایی‌ها و دوم سود هر سهم به سود پرداختی برای هر سهم. متغیرهای دیگر این تحقیق، مالکیت نهادی و مالکیت حقیقی در مورد ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی عملیاتی به عنوان جریان‌های نقدی در مدل رگرسیونی استفاده شده‌اند. خلاصه یافته‌های پژوهش حاکی

از این است که مالکیت نهادی و مالکیت حقیقی تأثیر منفی بر سیاست تقسیم سود دارند. همچنین جریان‌های نقدی عملیاتی تأثیر مثبت بر سیاست تقسیم سود و حساسیت جریان‌های نقدی تأثیر منفی بر متغیر مذکور دارد.

کوکوی و گیزانی^۱ (۲۰۰۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود پرداختند. آنها از پنج مدل رگرسیونی خطی استفاده کردند. شواهد حاصل از این مدل‌ها نشان داد که بین ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود ارتباط معناداری وجود دارد. بین مالکیت نهادی و مالکیت دولتی با سطح سود سهام نقدی توزیع شده، ارتباط معنی دار منفی وجود دارد که این امر مؤید تئوری نمایندگی است. همچنین نتایج موجود نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی تأثیر با اهمیتی بر تقسیم سود دارد. هرچه میزان وجوه نقد در دسترس بیشتر باشد، میزان سود نقدی بیشتر است. با استدلال‌های مشابه، شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتری هستند تمایل بیشتری به پرداخت سود نقدی و شرکت‌های با اهرم مالی بالا و اندازه‌های بزرگ سود نقدی کمتری پرداخت می‌کنند. نمونه این پژوهش شامل ۲۹ شرکت پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تونس (مشمول بر ۱۸ نهاد مالی و سرمایه‌گذاری و ۱۱ صنعت) در سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۱ می‌باشد.

کوکوی^۲ (۲۰۰۹) به تأثیر مالکیت سهامداران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های تونسی طی سال‌های ۱۹۹۵-۲۰۰۵ پرداخته است. در این پژوهش از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای تخمین استفاده شده است. در مدل رگرسیونی سیاست تقسیم سود به عنوان متغیر وابسته و فرصت‌های سودآوری آینده، اندازه شرکت، اهرم مالی، جریان‌های نقدی آزاد، سهامداران نهادی، درصد سهام دولتی و درصد سهام مورد تملک سهامداران عمده به عنوان دیگر متغیرها وارد مدل شدند. نمونه مورد بررسی شامل ۲۰۳ شرکت تونسی، ۱۸ موسسه مالی و ۱۱ شرکت صنعتی است. خلاصه یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که ساختار مالکیت با سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ارتباط دارد. همچنین بین مالکیت دولتی و سود تقسیمی رابطه منفی وجود

1.Kouki & Guizani

2.Kouki

دارد. علاوه بر این شرکت‌های با فرصت سودآوری بیشتر سود بیشتری تقسیم می‌کنند و شرکت‌های با اهرم مالی بالاتر سود کمتری بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند. هارادا و پاسگال^۱ (۲۰۰۹)، تأثیر ساختار مالکیتی رابر روی سیاست تقسیم سود شرکت‌های ژاپنی بررسی کردند. نمونه مورد بررسی آنها شامل شرکت‌های درجه یک یا دو بورس سهام توکیو در دوره زمانی آوریل ۱۹۹۵ تا مارس ۲۰۰۲ بود. روش مورد استفاده برای تخمین، روش داده مقطعی و داده تابلویی می‌باشد. نتایج نشان داد که بین تمرکز مالکیتی و نرخ‌های پرداخت سود، رابطه‌ای منفی وجود دارد. در مورد شرکت‌هایی با مالکیت متمرکز احتمال کمتری وجود دارد که با افزایش سودآوری، سودهای نقدی نیز افزایش یابد و حتی با افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرداخت این سودها قطع خواهد شد. شرکت‌های بزرگ علاوه بر داشتن نسبت‌های بدهی بالا، از عملکرد و نرخ رشد سود پایینی برخوردار بودند.

اومنیا و همکاران^۲ (۲۰۰۸) با استفاده از اطلاعات مربوط به ۵۰ شرکت مصری طی سال‌های ۲۰۰۳-۲۰۰۵ به بررسی تأثیر ترکیب هیأت مدیره و ساختار مالکیت بر سیاست‌های تقسیم سود پرداختند. در این پژوهش برای تخمین داده‌ها از روش داده تابلویی استفاده شده است. در این تحقیق شاخص‌های ساختار مالکیت شامل نسبت مالکیت مدیریتی، نسبت مالکیت بزرگترین سهامدار، نسبت مالکیت سهامدار نهادی و نسبت سهام شناور آزاد می‌باشد. خلاصه نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت با سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، هیچ رابطه معنی‌داری بین ترکیب هیأت مدیره و سیاست تقسیم سود وجود ندارد.

آمیدو و ابر^۳ (۲۰۰۶) عوامل موثر بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های غنا را بررسی کردند. تجزیه و تحلیل آن‌ها با استفاده از صورت‌های مالی شرکت‌های ثبت شده در بورس اوراق غنا در یک دوره ۶ساله (از سال ۱۹۹۸ تا سال ۲۰۰۳) انجام گرفت. در این تحقیق از روش حداقل مربعات برای تخمین معادله رگرسیون استفاده شد. آنها از

1.Harada & Pascal

2.Omneya et al

3.Amidu & Abor

مالکیت نهادی به عنوان معیار هزینه نمایندگی و از رشد فروش و نسبت ارزش دفتری به عنوان معیارهایی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده کردند. متغیر وابسته در این تحقیق نسبت پرداخت سود می باشد که از تقسیم سود تقسیمی هر سهم بر سود هر سهم به دست می آید. خلاصه نتایج تحقیق حاکی از آن است که رابطه مثبتی بین نسبت پرداخت سود با سود آوری، جریان نقدی و مالیات وجود دارد. همچنین بین نسبت پرداخت سود با ریسک، مالکیت سهامداران نهادی، رشد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه منفی وجود دارد.

تروم^۱ (۲۰۰۴) در کشور استونی به عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود پرداخته است. پژوهش از نوع توصیفی و جمع‌آوری اطلاعات از طریق پرسشنامه صورت گرفته است. نمونه مورد بررسی شامل ۱۰۰ شرکت برتر انتخابی یکی از مجله‌های اقتصادی در استونی است. او ده عامل را مورد بررسی قرار داد و نتایج پژوهش نشان داد در شرکت‌هایی که سودی نمی‌پردازند، مهمترین عامل در تعیین سیاست تقسیم سود، انتظارات سهامداران است. عوامل مهم بعدی در این شرکت‌ها، وجود جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور است.

ایزدی‌نیا و علی‌نقیان (۱۳۹۰) به بررسی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با استفاده از مدل لاجیت پرداختند. نمونه مورد بررسی شامل ۱۴۱ شرکت طی دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۰ می‌باشد. برای تخمین مدل پژوهش از رگرسیون لاجیت استفاده شده است که پس از چهار مرحله پالایش مدل بهینه به دست آمده است. خلاصه یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که جریان نقد، عمر شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری بر سود تقسیمی اثرگذار هستند و از این عوامل عمر شرکت و سودآوری بیشترین تأثیر را دارند.

پورحیدری و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیقی به بررسی پایداری خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. دوره زمانی این تحقیق سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۰ و تعداد نمونه آماری ۱۷۹ شرکت می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل‌های یافته‌های تحقیق از تحلیل رگرسیون و داده‌های تابلویی

استفاده شده است. این تحقیق برای سرمایه‌گذاران این پیام را به دنبال دارد که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران معمولاً بخشی از سود خالص را سالیانه تقسیم می‌کنند و با تغییر در سود خالص سود تقسیمی نیز تغییر می‌یابد. به عبارت دیگر سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نوسان پذیر می‌باشد. خلاصه یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سیاست تقسیم سود پایداری برخوردار نمی‌باشند.

صادقی و بهادری (۱۳۸۸)، به بررسی تاثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکت‌ها پرداختند. دوره زمانی این تحقیق سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۷ و متغیر وابسته نسبت تقسیم سود و متغیر مستقل میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگ‌تر است. هدف از این تحقیق بررسی تاثیر ترکیب سهامداران بر بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که میزان مالکیت بزرگترین سهامدار و هم‌چنین میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگ‌تر بر روی نسبت پرداخت سود شرکت تاثیر مثبت دارد، یعنی شرکت‌هایی که بیشتر مالکیت آنها در اختیار یک سهامدار است و یا این که بیشتر مالکیت در اختیار ۵ سهامدار بزرگ‌تر آن است نسبت به شرکت‌هایی که مالکیت آنها پراکندگی بیشتری دارد، نسبت پرداخت سود بیشتری دارند و تمرکز در مالکیت باعث افزایش نسبت پرداخت سود شرکت می‌شود. تاثیر نهادی بودن سهامداران بر نسبت پرداخت سود شرکت تایید گردید، یعنی هر چه مالکیت سهامداران نهادی در شرکت بیشتر باشد باعث می‌شود که نسبت پرداخت سود آن در طی زمان افزایش یابد.

اژدر (۱۳۸۸)، در پژوهشی به بررسی تاثیر سهامداران نهادی بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت و ارتباط سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها و سطح سهام مدیریتی و سطح سهامداران نهادی را مورد آزمون قرار داد. نمونه این پژوهش مشتمل بر ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۵ است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد و با استفاده از چهار مدل رگرسیون خطی چند متغیره شامل مدل تعدیل کامل، مدل تعدیل جزئی، مدل واد^۱ و مدل روند سود، میزان سهام مدیریتی

شرکت بر سیاست های تقسیم سود تأثیری مثبت و معنی دار دارد، در حالی که سهامداران نهادی تأثیرگذاری معنی داری بر سیاست های تقسیم سود ندارند. یافته‌های پژوهش مبین آن است که افزایش مشارکت سهامداران در مدیریت و اداره شرکت منجر به بهبود فرآیند اتخاذ خط مشی های مالی و عملیاتی آنها خواهد شد و در نهایت تقویت ساز و کارهای نظام راهبری شرکت را در پی خواهد داشت.

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۵) در تحقیقی به شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۲ است و برای تخمین داده ها از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام رسانی، انتظار می‌رود که اگر شرکتی از رشد سود بالایی برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا باشد. همچنین اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس ایفای نقش می‌کنند.

۶. فرضیه‌های پژوهش

در راستای تحقق اهداف پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه ۱: بین ساختار مالکیت و خط مشی تقسیم سود رابطه معنی‌داری وجود دارد.

این فرضیه به فرضیه های فرعی زیر تقسیم شده است:

فرضیه فرعی ۱-۱: بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و خط مشی تقسیم سود، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲: بین درصد مالکیت حقیقی و خط مشی تقسیم سود، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه ۲: بین جریان‌های نقدی و خط مشی تقسیم سود، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه فوق را می‌توان به فرضیه های فرعی زیر تفکیک کرد:

فرضیه فرعی ۱-۲: بین جریان وجوه نقد عملیاتی شرکت و خط مشی تقسیم سود، رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۲: بین حساسیت جریان‌های نقدی و خط مشی تقسیم سود، رابطه معنی داری وجود دارد.

۷. روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع کاربردی است. همچنین این پژوهش از لحاظ روش، از نوع توصیفی-همبستگی است؛ زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر، رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، کشف یا تعیین می‌کند. در این پژوهش، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم افزار ای‌ویوز صورت گرفته و از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. آزمون F لیمر^۱ برای تعیین نوع داده‌ها و آزمون هاسمن^۲ برای تعیین نوع روش تخمین و نیز آزمون هادری برای تعیین مانایی متغیرها صورت گرفته است. همچنین برای آزمون فرضیه‌ها از آزمون‌های F فیشر و t استیودنت استفاده شده است. برای جمع‌آوری ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش از روش کتابخانه‌ای و برای گردآوری داده‌های مورد نیاز از روش اسنادکاوی استفاده شده است. بدین منظور اطلاعات مورد نیاز از صورت‌های مالی شرکت‌های عضو نمونه آماری استخراج شده است. همچنین داده‌های مورد نیاز از نرم‌افزارهای تدبیرپرداز و ره آورد نوین استخراج شده‌اند.

۸. مدل پژوهش

-
- 1.Leamer Test
 - 2.Hausman Test

با توجه به مبانی نظری ارتباط خط مشی تقسیم سود با ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی و براساس پژوهش افزا و میرزا (۲۰۱۰)^۱ برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش از معادله رگرسیون (۱) استفاده شده است:

$$(DIVINT)_{it} = \alpha_0 + \beta_1(INSTSH)_{it} + \beta_2(IND)_{it} + \beta_3(OCF)_{it} + \beta_4(CFS)_{it} + \beta_5(SIZE)_{it} + \beta_6(LVRG)_{it} + \beta_7(PRFT)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

که در آن:

$DIVINT_{it}$: متغیر وابسته تحقیق در زمان t و برای شرکت i است و به عنوان شاخص خط‌مشی تقسیم سود شرکت مد نظر قرار می‌گیرد که از نسبت سود تقسیمی شرکت به مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید.

$INSTSH_{it}$: سهام نهادی شرکت i در زمان t است که از تعداد سهام نگهداری شده توسط سازمان‌ها و نهادها به کل سهام شرکت به دست می‌آید.

IND_{it} : سهام خریداری شده شرکت i در زمان t توسط اشخاص حقیقی است که از نسبت تعداد سهام نگهداری شده توسط افراد به کل سهام شرکت به دست می‌آید.

OCF_{it} : نشان دهنده جریان نقدی عملیاتی شرکت i در زمان t است که از نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

CFS_{it} : نشان دهنده حساسیت جریان نقدی شرکت i در زمان t است و از نسبت تغییرات وجوه نقد در زمان t نسبت به زمان $t-1$ به مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید. علاوه بر این، سه متغیر زیر به عنوان متغیرهای کنترل در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته‌اند:

$SIZE_{it}$: به عنوان اندازه شرکت i در زمان t است و از لگاریتم مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید.

$LVRG_{it}$: شاخص ساختار سرمایه شرکت i در زمان t می‌باشد که از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

$PRFT_{it}$: معیار و شاخص سودآوری شرکت i در زمان t است که سود هر سهم برای آن در نظر گرفته می‌شود. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های اول و دوم از مدل رگرسیون (۱) استفاده خواهد شد.

۹. جامعه و نمونه آماری

برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر باشند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند:

۱. قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس پذیرفته شده باشند و تا سال ۱۳۸۸ هر سه ماه یک بار سهام آن‌ها مورد معامله قرار گرفته باشد.
 ۲. سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
 ۳. در کلیه سال‌های مورد رسیدگی، از طریق بدهی، تأمین مالی داشته باشند.
 ۴. در کلیه سال‌های مورد رسیدگی، به سهامداران خود سود پرداخت کرده باشند.
 ۵. داده‌های مربوط به ساختار مالکیت در کلیه سال‌های مورد رسیدگی موجود باشد.
 ۶. جزء شرکت‌های سرمایه گذار، لیزینگ و واسطه‌گری مالی نباشد.
- با توجه به ویژگی‌ها و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع ۷۲ شرکت انتخاب شدند.

۱۰. آمار توصیفی

نگاره (۱) بیانگر آمار توصیفی داده‌های مورد مطالعه برای استفاده در رگرسیون خطی است. با توجه به اینکه از روش ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطعی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده، تعداد مشاهدات براساس داده‌های ترکیبی متوازن، ۵۷۶ مشاهده بوده است.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	شاخص	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف	چولگی	کشدگی	جارکو برا	سطح بحرانی	مشاهده
-------	------	---------	--------	-------	--------	-------	-------	-----------	------------	--------

					معیار					
۵۷۶	۰/۰۰۰	۶۰۱۶۷۳۱	۵۰۱/۷۹	۲۱/۷۹	۱/۲۹۲	۰/۰۰۰	۳۰/۱۱	۰/۱۷۶	تقسیم سود	DIVINT
۵۷۶	۰/۰۰۰	۳۴/۱	۱/۹۸	۰/۳۰۸	۲۹/۴۳	۰/۰۰۰	۱۰۰	۴۴/۷۶	سهامدار نهادی	INSTSH
۵۷۶	۰/۰۰۰	۴۹۰/۶۳	۵/۳۵	۱/۹۲	۲۲/۵۷	۰/۰۰۰	۹۳/۷۹	۱۰/۷۷	سهامدار حقیقی	IND
۵۷۶	۰/۰۰۰	۴۵۱۶۷۱	۱۳۹/۸۶	-۴/۶۸	۴/۹۸	-۸۰/۵۱	۳۷/۰۳	۰/۶۳۴	جریان نقد عملیاتی	OCF
۵۷۶	۰/۰۰۰	۱۶۹۳۹۳۷	۲۶۷/۰۸	۱۴/۴۷	۰/۱۲۱	-۰/۱۴۶	۲/۳۹	۰/۰۱۴	حساسیت وجه نقد	CFS
۵۷۶	۰/۰۰۰	۵۲/۲۳	۳/۴۰۶	۰/۷۰۹	۰/۶۰۳	۴/۳۳	۷/۸۰	۵/۵۷	اندازه شرکت	SIZE
۵۷۶	۰/۰۰۰	۳۵۶۱/۹	۱۴/۷۷	۱/۵۶	۰/۱۷۹	۰/۱۶۸	۲/۰۸	۰/۶۹۵	ساختار سرمایه	LVRG
۵۷۶	۰/۰۰۰	۵۳۰/۳۴	۷/۰۷	۱/۱۷۱	۰/۱۵	-۰/۳۱۷	۱/۱۲	۰/۱۶۲	سودآوری	PRFT

مأخذ: یافته‌های تحقیق

همانطور که در نگاره (۱) مشاهده می‌شود، میزان مالکیت سهامداران نهادی از صفر تا ۱۰۰ متغیر بوده که میانگین آن‌ها برای شرکت‌های موصوف برابر با ۴۴/۷ درصد بوده است. این امر بیانگر حضور قابل ملاحظه سهامداران نهادی در ساختار مالکیت شرکت‌ها و بازار سرمایه کشورمان است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال، مقدار میانگین برای متغیر ساختار سرمایه برابر با ۰/۶۹ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه متغیر ساختار سرمایه ۰/۶۹ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. همچنین یکسان بودن مقدار میانگین و میانه برای متغیر ساختار سرمایه، نشان دهنده نرمال بودن این متغیر می‌باشد.

۱۱. آزمون فرضیه‌ها

ر اولین مرحله از فرآیند تجزیه و تحلیل داده‌ها، مفروضات کلاسیک رگرسیون که در این پژوهش کاربرد دارد، شامل نرمال بودن توزیع پسماندها، عدم وجود ناهمسانی واریانس پسماندها، عدم وجود خودهمبستگی و عدم وجود هم خطی مورد بررسی قرار گرفت و پس از حصول اطمینان از برقراری مفروضات مذکور آزمون فرضیه‌های پژوهش انجام شد. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از روش داده‌های تابلویی در سطح کل نمونه در نگاره (۲) منعکس است.

۱۱.۱. آزمون فرضیه اول

بر اساس فرضیه اول بیان شده بود که بین ساختار مالکیت و خط مشی تقسیم سود رابطه معنی داری وجود دارد. فرضیه مذکور در سطح داده‌های تابلویی با استفاده از مدل (۱) آزمون گردید که نتایج حاصل از آن در نگاره (۲) منعکس است. همان طور که در نگاره (۲) مشاهده می‌شود، سطح معنی داری آماره F فیشر کمتر از سطح خطای مورد پذیرش می‌باشد، بنابراین کل رگرسیون معنی دار است. برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی و تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است. با توجه به اینکه مقدار سطح معنی داری به دست آمده از آزمون F لیمر برابر $(0,000)$ می‌باشد فرض H_0 رد شده است $(\alpha \leq 0,05)$ سطح معناداری) و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. روش داده‌های تابلویی خود دارای دو روش اثرات ثابت^۱ و اثرات تصادفی^۲ است که برای انتخاب بین این دو روش از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. از آنجا که سطح معنی داری به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با $(0,000)$ می‌باشد فرض H_0 رد شده است $(\alpha \leq 0,05)$ سطح معناداری) و در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. همچنین در این تحقیق، مانایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین مورد آزمون قرار گرفته است؛ زیرا نامانایی متغیرها چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه در مورد داده‌های تابلویی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. اما برخلاف آن چه در مورد داده‌های سری زمانی مرسوم است، در مورد داده‌های تابلویی نمی‌توان برای آزمون مانایی از آزمون‌های دیکی-فولر و دیکی-فولر تعمیم یافته استفاده کرد،

1.Fixed Effect

2.Random Effects

بلکه لازم است به نحوی مانایی جمعی متغیرها آزمون شود که برای این منظور باید از آزمون هادری استفاده شود. بر این اساس آزمون هادری فرض می‌کند که یک ریشه واحد یکسان وجود دارد به طوری که Pi برای داده‌های مقطعی یکسان هستند (بالتاجی، ۲۰۰۵).^۱ سطح معنی‌داری آزمون هادری نشان دهنده این است که تمام متغیرهای پژوهش مانا می‌باشند.

نگاره (۲): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه اول و دوم
روش اثرات ثابت با استفاده از داده‌های تابلویی

متغیر وابسته: خط‌مشی تقسیم سود (DIVINT)							
تعداد مشاهدات برای هر متغیر: ۵۷۶							
متغیرها	شاخص	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	سطح معناداری	آزمون هادری	
						مقدار	احتمال
INSTSH	سهامدار نهادی	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۳	-۳/۳۷۸	(۰/۰۰۰)	۱/۵۲۱	(۰/۰۷۲۳)
IND	سهامدار حقیقی	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۲	۲/۸۱۴	(۰/۰۰۵)	۰/۲۱۴۲	(۰/۴۱۴۳)
OCF	جریان نقد عملیاتی	۰/۰۰۶	۰/۰۰۱	۲/۹۶۸	(۰/۰۰۲)	-۲,۶۶۴	(۰,۹۹۶)
CFS	حساسیت جریان نقد	-۰/۰۳۵	۰/۰۵۳	-۰/۶۶۱	(۰/۵۰۸)	۱,۹۶۹۷	(۰,۰۵۴۴)
SIZE	اندازه شرکت	-۰/۰۹۸	۰/۰۱۱	-۸/۴۷	(۰/۰۰۰)	-۰,۲۹۵۰	(۰,۶۱۶۱)
LVRG	ساختار سرمایه	۰/۲۴۸	۰/۰۲۹	۸/۳۳	(۰/۰۰۰)	۰,۵۸۹۲	(۰,۵۴۲۴)
PRFT	سودآوری	۰/۵۵۳	۰/۰۳۸	۱۴/۳۲	(۰/۰۰۰)	۱,۳۵۲	(۰,۰۹۲۴)
C	ضریب ثابت	۰/۵۰۳	۰/۰۷۵	۶/۶۷۳	(۰/۰۰۰)	-	-
DIVINT	تقسیم سود	-	-	-	-	-۰,۲۳۹۲	(۰,۵۹۳۰)
آزمون F لیمر	(۰/۰۰۰)	۵/۵۹۷	آزمون هاسمن	(۰/۰۰۰)	۲۷/۰۷۲		
R^2	۰/۷۶۹۹	R^2 تعدیل شده	۰/۷۳۳۸	دوربین واتسون	۱/۶۸	آماره F فیشر	۲۱/۳۲۹ (۰/۰۰۰)

مأخذ: یافته‌های تحقیق

همچنین سطح معنی‌داری آماره t برای ضریب INSTSH، نشان دهنده این است که فرض H_0 رد می‌شود. بنابراین بین متغیر مستقل درصد مالکیت نهادی با خط‌مشی

تقسیم سود رابطه منفی معنی داری در سطح ۹۵ درصد وجود دارد. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان دهنده رابطه مثبت و معنی دار بین درصد مالکیت حقیقی و خطمشی تقسیم سود می‌باشد. بنابراین فرضیه اول و فرضیه‌های فرعی آن تأیید می‌شوند. سطح معنی داری آزمون هادری برای تک تک متغیرها بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و بنابراین تک تک متغیرها مانا می‌باشند. با توجه به آماره دوربین واتسون در برآورد مدل اولیه مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی‌باشد. ضریب همبستگی (R^2) به دست آمده نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل قادر هستند ۷۶ درصد رابطه با متغیر وابسته را توضیح دهند. بنابراین رابطه بالایی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد که می‌توان از آن برای پیش بینی استفاده نمود.

۱۱،۲. آزمون فرضیه دوم

براساس فرضیه دوم، بیان شده بود که بین جریان‌های نقدی و خطمشی تقسیم سود رابطه معنی داری وجود دارد. فرضیه فوق دارای دو فرضیه فرعی می‌باشد. با توجه آماره t به دست آمده برای جریان وجوه نقد عملیاتی و همچنین سطح معنی داری به دست آمده در ستون ششم نگاره (۲)، ($0,05 \leq \text{سطح معناداری}$) فرض H_0 رد می‌شود. بنابراین بین متغیر مستقل جریان وجوه نقد عملیاتی با خطمشی تقسیم سود رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر جریان وجوه نقد عملیاتی این رابطه از نوع مستقیم (مثبت) می‌باشد. علاوه بر این با توجه به نتایج مندرج در نگاره (۲) برای متغیر حساسیت جریان‌های نقدی فرض H_0 تأیید می‌شود و می‌توان چنین استنتاج نمود که بین متغیر مذکور و خطمشی تقسیم سود هیچگونه رابطه‌ای در سطح ۹۵ درصد وجود ندارد. این تحقیق، در مورد ارتباط حساسیت جریان نقد و خطمشی تقسیم سود با مبانی نظری سازگار نمی‌باشد. به نظر می‌رسد دلیل این امر وجود سایر عوامل تأثیرگذار از جمله شرایط اقتصادی، سیاسی و... در طی دوره پژوهش می‌باشد. قابل ذکر است بین متغیرهای کنترل اندازه شرکت، سودآوری و ساختار سرمایه با خطمشی تقسیم سود رابطه معنی داری در سطح ۹۵ درصد وجود دارد. بنابراین معادله رگرسیون برازش شده جهت توضیح تأثیر ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی بر خطمشی تقسیم سود شرکت به شرح زیر می‌باشد:

(۲)

$$(DIVINT)_{it}=0.503-0.001(INSTSH)_{it}+0.005(IND)_{it}+0.006(OCF)_{it} - 0.035(CFS)_{it} - 0.098(SIZE)_{it} +0.248(LVRG)_{it}+ 0.553(PRFT)_{it} +\varepsilon_{it}$$

۱۲. نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر به منظور بررسی تأثیر ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی بر خط‌مشی تقسیم سود، داده‌های گردآوری شده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های تابلویی برای آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که درصد مالکیت نهادی بر خط‌مشی تقسیم سود تأثیر منفی دارد. این نتیجه منطبق با فرضیه نمایندگی و پیام رسانی است و با نتایج حاصل از پژوهش افزا و میرزا (۲۰۱۰)، کوکی و گیزانی (۲۰۰۹) و کومار (۲۰۰۳) مطابقت دارد، لیکن با پژوهش اومنیا و همکاران (۲۰۰۸) و اژدر (۱۳۸۷) سازگار نیست. همچنین نتایج آزمون فرضیه اول نشان دهنده تأثیر مثبت درصد مالکیت حقیقی بر خط‌مشی تقسیم سود است. این یافته با نتایج تحقیق هارادا و پاسگال^۱ (۲۰۰۹) مطابق است، اما با تحقیق افزا و میرزا (۲۰۱۰) سازگار نمی‌باشد. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه دوم نیز نشان می‌دهد که جریان وجوه نقد عملیاتی تأثیر مثبت بر خط‌مشی تقسیم سود دارد. این نتیجه با نتایج پژوهش‌های افزا و میرزا (۲۰۱۰)، کوکی و گیزانی (۲۰۰۹) و آمیدو و ابر^۲ (۲۰۰۶) مطابقت دارد. علاوه بر این نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای فرضیه دوم نشان دهنده عدم تأثیر حساسیت جریان نقدی بر خط‌مشی تقسیم سود است. این یافته با نتایج پژوهش افزا و میرزا (۲۰۱۰) سازگاری ندارد. نتایج پژوهش حاضر برای استفاده کنندگان اطلاعات مالی به خصوص، مدیران شرکت‌ها، سهامداران و دولت به خاطر روند خصوصی شدن شرکت‌های دولتی می‌تواند کاربرد داشته باشد. براساس این پژوهش شرکت‌هایی که درصد سهامدار نهادی در آن‌ها بیشتر است، سود نقدی کمتری بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند و شرکت‌هایی که درصد سهامداران حقیقی در آن‌ها بیشتر است، سود نقدی بیشتری بین

1.Harada & Pascal

2.Amidu & Abor

سهامداران خود تقسیم می‌کنند. همچنین هرچه وجوه نقد عملیاتی شرکتی بیشتر باشد، آن شرکت سود نقدی بیشتر بین سهامداران خود تقسیم می‌کند.

۱۳. محدودیت پژوهش

باید توجه داشت به دلیل این که نتایج این تحقیق مربوط به دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ است، تسری این نتایج به دوره های زمانی دیگر باید با احتیاط صورت پذیرد.

۱۴. پیشنهادهای پژوهش

۱۴,۱. پیشنهادهای حاصل از پژوهش

(۱) نتایج حاصل از فرضیه اول تحقیق نشان می‌دهد شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند، سود نقدی کمتری بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند، ولی شرکت‌هایی که مالکیت حقیقی در آن‌ها بیشتر است، سود نقدی بیشتری بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند..

(۲) نتایج حاصل از فرضیه دوم تحقیق نشان می‌دهد شرکت‌هایی که جریان وجوه نقد عملیاتی بیشتر داشته باشند، سود نقدی بیشتری بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند. بنابراین به مدیران، تحلیل‌گران و سایر ذینفعان توصیه می‌شود توجه بیشتری به جریان وجوه نقد عملیاتی و تأثیر آن‌ها بر خط‌مشی تقسیم سود داشته باشند و آن را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند.

۱۴,۲. پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

با توجه به اهمیت خط‌مشی تقسیم سود، به نظر می‌رسد انجام مطالعات بیشتر و با در نظر گرفتن جوانب دیگر موضوع الزامی باشد. آنچه برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد

می‌شود شامل موارد زیر است:

- ۱) نقش خط‌مشی تقسیم سود در صنایع مختلف به طور جداگانه مورد آزمون قرار نگرفته است، پیشنهاد می‌شود تأثیر ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی بر خط‌مشی تقسیم سود در صنایع مختلف بررسی شود.
- ۲) در این پژوهش اندازه شرکت و ساختار سرمایه به عنوان متغیرهای کنترل استفاده شده‌اند. پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی متغیرهای دیگر نظیر ریسک شرکت و تورم به عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شود.

منابع و مأخذ

۱. ایزدی‌نیا، ناصر و نسرین علینقیان (۱۳۹۰)، «شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با بکارگیری مدل لاجیت»، *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره ۷.
۲. پورحیدری، امید، محمدی، امیر و علیرضا رحیمی (۱۳۸۸)، «بررسی پایداری خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه تحقیقات حسابداری*، شماره ۱.
۳. جهانخانی، علی و سعید قربانی، (۱۳۸۵)، «شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه تحقیقات مالی*، شماره ۲۰.
۴. صادقی، سیدجلال و حجت بهادری (۱۳۸۸)، «بررسی تاثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *تحقیقات مالی*، دوره ۱۱، شماره ۲۷.
۵. فروغی، داریوش، سعیدی، علی و محسن اژدر (۱۳۸۸)، «بررسی تاثیر سهامداران نهادی بر سیاست های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه تحقیقات حسابداری*، شماره ۲.
۶. مهرانی، ساسان و عبدالرضا تالانه، (۱۳۷۷)، «تقسیم سود در شرکت‌ها»، *مجله حسابداری*، شماره ۱۲۵.
7. Afza, T. & Mirza. H. (2010). "Ownership Structure & Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan", *International Business Research*, Vol 3, No 3.
8. Ali, Ashiq, Durtschi, Cindy, Lev, Baruch & Mark Trombley (2002), "Changes in institutional ownership & subsequent earnings announcement abnormal returns", *Journal of University of Arizona*.
9. Amidu Mohammad & Abor Joshuo (2006). "Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana", *Journal of Risk Finance*. Vol. 7 No. 2, pp. 136-145.
10. Bichara, L. (2008). Institutional Ownership & Dividend Policy: A Framework based on tax clientele, information signals & Agency costs. *Ph. D Dissertation. University of North Texa*.
11. FASB. (1987). "Objectives Of financial Reporting By Business Enterprise " *Statement Of Financial Accounting Concept*, No.1. Stamford, CT ;
12. Frankfurter, G.M., Wood, B. Jr. (2002), "*Dividend policy theories & their empirical tests*", International Review of Financial Analysis, Vol11, Pp:111-38.
13. Harada Kimie & Pascal Nguyen (2009). "Ownership Concentration, Agency Conflicts & Dividend Policy in Japan". *Journal of Finance*. pp. 55, 1-33.
14. Kapopoulos, P. Lazaretou, S. (2007), "Corporate ownership structure & firm performance: Evidence from Greek firms", Corporate Governance: *An International Review*, Vol. 15, No. 2, pp 144-158.
15. Ke, Qiulin, Isaac, David (2007), "Ownership structure & corporate performance: empirical evidence of China's listed property companies", *Journal of Financial Management of Property & Construction*, Vol 12, No 1, pp 3 – 10.

16. Kouki, M. (2009). "Ownership Structure & Dividend Policy Evidence from Tunisian Market", *European Journal of Scientific Research*, Vol. 25, No. 1, pp. 42-53.
17. Kouki Mondher & Guizani Moncef (2009). "Ownership Structure & Dividend Policy Evidence from the Tunisian Exchange Market". *Eurojournals Publishing, Inc.* 2009 <http://www.eurojournals.com>.
18. Kumar Jayesh, (2003). "Ownership Structure & Dividend Payout Policy in India", *Indira Gandhi Institute of Development Research*, november.
19. Omneya, A. El-Masry, A. Elsegini, S. (2008). "Board Composition, Ownership Structure & Dividend Policies in an Emerging Market, Further Evidence From CASE 50", *Managerial Finance*, Vol. 34 No. 12, pp. 953-964.
20. Stouraitis, A, & Wu, L. (2004). The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem. *Working paper. www.ssrn.com*.
21. Trumm, K. (2004); "Determinants of Dividend Policy in Estonian Enterprises". *Working paper, University of Tartu*, 8.

The Effect of Ownership Structure and Cash Flows on the Dividend Policy in TSE's Listed Companies

Seyed Abbas Hashemi¹
Fatemeh Rezaiemehr²

Abstract

The aim of this project is to analyze the effects of ownership structure and cash flows on dividend policies of manufacturing firms listed in Tehran stock exchange, within the period of 2002 to 2009. The statistical population includes 72 firms, which have been selected by the method of systematic elimination and the data is analyzed by the panel data method.

The results regarding the research findings indicate that there is a negative but significant relation between the rate of principle and institutional ownership and the dividend policy, in the whole population. Also, there is a positive significant relation between the individual ownership and operating cash-flow, and the dividend policy. Moreover, there was no relation between the cash-flow senility and the mentioned variable.

Key words: Dividend policy, Institutional Ownership, Individual Ownership, operating cash-flow, cash flow sensitivity

1. Assistant Professor of Accounting , Isfahan University (Corresponding Author)

Email: a.hashemi2@yahoo.com

2. Master of Accounting Islamic Azad University Mobarakeh Branch