

پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی
سال دوم، شماره ۲، پیاپی (۴) تابستان ۱۳۹۱، صص ۱۰۶-۱۲۴

بررسی تأثیر سهامداران غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود*

مهدی مرادی
دانشیار گروه حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد
مصطفی دلدار
کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان

چکیده

وجود سهامداران غیر نهادی تضاد نمایندگی میان مدیریت و مالکیت را به همراه دارد. این تضاد نمایندگی ممکن است منجر به عدم تقارن اطلاعاتی شود و سیاست تقسیم سود شرکتها را تحت تأثیر قرار دهد. هدف اصلی این مطالعه، بررسی تأثیر سهامداران غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در واقع، این تحقیق در پی پاسخ به این سؤال است که آیا سهامداران غیر نهادی می‌توانند نقش مؤثری در سیاست تقسیم سود شرکتها ایفا کنند یا خیر؛ و اگر اینگونه است، این تأثیر چگونه قابل تفسیر است؟ برای پاسخ به این سؤال از سه نظریه اصلی تقسیم سود یعنی نظریه نمایندگی، نظریه علامت‌دهی و نظریه سلسله مراتبی استفاده شده است. نمونه این تحقیق شامل ۱۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۰ می‌باشد. برای آزمون تنها فرضیه تحقیق از مدل توییت بر مبنای داده‌های تجمعی استفاده شده است. نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد که بین درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی، سود تقسیمی شرکتها کاهش می‌یابد.

واژگان کلیدی

سیاست تقسیم سود، سهامداران غیر نهادی، عدم تقارن اطلاعاتی، مدل توییت.

* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۲/۲۵ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۱/۰۶/۰۷

نشانی پست الکترونیکی نویسنده ی مسؤول (مهدی مرادی): mhi_moradi@yahoo.com

۱- مقدمه

موضوع سیاست تقسیم سود شرکت و عوامل مؤثر بر آن در ادبیات مالی مورد مطالعه زیادی قرار گرفته است. بحث درباره اهمیت سیاست تقسیم سود، برای نخستین بار، از سوی میلر و مودیلیانی^۱ (۱۹۶۱) ارائه شد. به عقیده آنها در بازار سرمایه کامل، بین سیاست تقسیم سود و ارزش بازار سهام شرکتها هیچ ارتباطی وجود ندارد. در بازار سرمایه کامل، ارزش شرکت تنها به جریانهای نقدی آینده بستگی دارد که ناشی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده است. از طرف دیگر، پژوهشهای زیادی در زمینه خط‌مشی تقسیم سود در ادبیات مالی صورت گرفته است؛ اما تاکنون به طور کامل به این موضوع پاسخ داده نشده که چرا شرکتها، سود خود را توزیع می‌کنند یا اینکه چرا سرمایه‌گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. از این مسئله، به عنوان "معمای تقسیم سود" در ادبیات مالی یاد شده است. بیشتر مطالعات صورت گرفته در زمینه سیاست تقسیم سود، بیشتر بر نفوذ و تأثیر سهامداران بزرگ بویژه سهامداران نهادی تأکید دارد. دلایل زیادی به شرح زیر وجود دارد که نشان می‌دهد چرا مدیران تمایل دارند تا منافع سهامداران بزرگ شرکت را حداکثر کنند. اول؛ سهامداران بزرگ با توجه به درصد مالکیت بالای خود، دارای حق رأی بیشتری در شرکت هستند و می‌توانند بر سیاست‌ها و تصمیم‌گیری‌های کلان شرکت کنترل داشته باشند. دوم؛ وجود سهامداران بزرگ باعث کم شدن مشکلات نمایندگی در شرکت شده و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. سوم؛ وجود سهامداران بزرگ باعث کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت می‌شود (لی^۲، ۲۰۱۰).

تاکنون تحقیقات محدودی در زمینه نقش سهامداران غیر نهادی^۳ (خرد) در سیاست تقسیم سود شرکتها صورت گرفته است. به طور کلی وجود سهامداران غیر نهادی، تضاد نمایندگی میان مدیریت و مالکیت را به همراه دارد که این تضاد می‌تواند منجر به عدم تقارن اطلاعاتی شود (منوس و همکاران^۴، ۲۰۱۲). لاپورتا^۵ (۲۰۰۰) نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی عاملی تعیین‌کننده و اثرگذار در سیاست تقسیم سود شرکتها می‌باشد. از اینرو به نظر می‌رسد بررسی مالکان غیر نهادی (خرد) به عنوان یکی از عوامل ایجاد تضاد نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار و همچنین به عنوان یک عامل اثرگذار در سیاست تقسیم شرکتها ضروری به نظر می‌رسد. بنابراین، با توجه به مطالب یاد شده، هدف از انجام این تحقیق بررسی تأثیر سهامداران غیر نهادی (مالکان غیر نهادی) بر سیاست تقسیم سود شرکتها می‌باشد. با توجه به موارد پیش گفته، این تحقیق در پی پاسخ به این سؤال است که آیا بین درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی و سیاست تقسیم سود، رابطه معناداری وجود دارد؟

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سود تقسیمی بیانگر پرداختهای نقدی عمده شرکتها و از مهمترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت تقسیم، و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. به رغم اینکه پرداخت سود تقسیمی مستقیماً سهامداران را بهره‌مند می‌سازد، ولی توانایی شرکت در انباشت سود به منظور بهره‌گیری از فرصتهای رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (بیکر و همکاران، ۲۰۰۵). به علاوه، این سیاست در بازار سهام، محتوای اطلاعاتی دارد و تغییر آن نیز برای سهامداران حاوی اطلاعات است.

در دهه‌های اخیر سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی به طور چشمگیری افزایش یافته است. طبق بند ۲۷ ماده‌ی یک قانون بازار اوراق بهادار، منظور از سرمایه‌گذاران (مالکان) نهادی عبارتند از:

- بانکها و شرکتهای بیمه، هلدینگ‌ها، شرکتهای سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکتهای تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار،
- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند،
- سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی، شرکتهای دولتی، و
- اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند.

از این رو، سرمایه‌گذاران نهادی تبدیل به بزرگترین گروه سهامداران شرکتهای سهامی عام شده‌اند. این گروه از سهامداران دارای نفوذ قابل ملاحظه‌ای بر خط‌مشی‌ها و دستورالعمل‌های کلان شرکت می‌باشند. به طور کلی ترکیب مالکیت سهامداران را در شرکتهای سهامی عام می‌توان به دو طبقه سهامداران نهادی (عمده) و سهامداران غیر نهادی (خرد یا اقلیت) تفکیک نمود. مالکان غیر نهادی، کوچکترین گروه سهامداران در شرکتهای سهامی عام به شمار می‌روند. برخلاف سهامداران نهادی، این گروه از سهامداران دارای درصد مالکیت ناچیزی (خرد) در ساختار مالکیت هستند. در واقع، در این مطالعه منظور از سهامداران غیرنهادی، مالکان خرد (اقلیت) یا کوچک شرکت هستند. لذا به نظر می‌رسد این دسته از سهامداران، نفوذ زیادی بر سیاستهای شرکت از جمله سیاست تقسیم سود نداشته باشند، در حالی که واقعیت این چنین نیست.

در این تحقیق، برای توصیف رابطه بین سهامداران غیر نهادی با سیاست تقسیم سود از سه نظریه اصلی تقسیم سود استفاده شده است. به طور کلی، چارچوب نظری برای توصیف

سیاست تقسیم سود در طی دو دهه اخیر بیشتر بر سه تئوری اصلی تقسیم سود یعنی نظریه علامت‌دهی^۷، نظریه نمایندگی^۸ و نظریه سلسله مراتبی^۹ و اخیراً نظریه چرخه عمر شرکت^{۱۰} استوار بوده است (فریس و همکاران^{۱۱}، ۲۰۰۹).

نظریه نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیریت و مالکیت اشاره دارد. با بزرگتر شدن شرکتها، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کرده‌اند. جدایی مالکیت از مدیریت، منجر به مشکلات نمایندگی می‌شود. وجود سهامداران غیرنهادی، تضاد نمایندگی میان مدیریت و مالکیت را به همراه دارد. این تضاد نمایندگی می‌تواند منجر به عدم تقارن اطلاعاتی شود. پرداخت سود سهام ممکن است به کاهش هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع کمک کند به ویژه زمانی که شرکتها با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه هستند؛ زیرا سود سهام نقدی مدیریت را مجبور به ایجاد وجوه نقد کافی برای پرداخت سود سهام می‌کند؛ مدیریت را وادار می‌سازد تا برای تأمین مالی پروژه‌های خود، به بازار سرمایه مراجعه کند و طبعاً اطلاعات بیشتری را در اختیار بازار قرار دهد (کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی) و باعث کاهش جریان وجه نقد مازاد و هدر رفتن آن شود (لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۰).

نظریه علامت‌دهی بر انتقال اطلاعات محرمانه به سهامداران درباره چشم‌انداز آتی شرکت تأکید دارد (چنگ و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۱). وجود سهامداران غیرنهادی، تضاد نمایندگی را به همراه دارد. این تضاد نمایندگی ممکن است منجر به عدم تقارن اطلاعاتی شود. طبق نظریه علامت‌دهی، هنگامی که شرکتها با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، درصد پرداخت سود خود را به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین به عنوان نشانه‌ای از سوددهی و کیفیت، بالا می‌برند. هزینه استفاده از سود تقسیمی به عنوان نشانه‌ای از کیفیت و شفافیت می‌تواند شرکت را مجبور کند تا برای تأمین منابع مالی خود به بازار سرمایه رجوع کند و این می‌تواند نشانه‌ای منفی درباره ارزش شرکت به بازار سرمایه انتقال دهد.

طبق نظریه سلسله مراتبی، شرکتها هنگام مواجه با عدم تقارن اطلاعاتی، سود پرداختی به سهامداران خود را کاهش می‌دهند. چون عدم تقارن اطلاعاتی، نشانه‌های منفی در ارتباط با ارزش شرکت به بازار سرمایه منتقل می‌کند. اگر شرکتها به منابع مالی خارجی نیاز داشته باشند ترجیح می‌دهند تا سود پرداختی به سهامداران خود را کاهش دهند تا اینکه این منابع را از بازار سرمایه تأمین کنند. در انطباق با نظریه سلسله مراتبی، شرکتها هنگام مواجه با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی، به دو دلیل اساسی پرداخت سود خود را کاهش می‌دهند:

اول، هزینه‌های تأمین مالی خارجی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌رود، و دوم، هزینه تأمین مالی خارجی همیشه گرانتر از تأمین مالی داخلی است (دشموخ^{۱۳}، ۲۰۰۵).

در ادامه نتایج برخی از تحقیقات مرتبط با موضوع پژوهش ارائه می‌گردد: کومار^{۱۴} (۲۰۰۳) به بررسی رابطه ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در شرکتهای هندی پرداخت. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که میزان مالکیت شرکتی و مدیریتی به طور مثبت و معنادار و مالکیت نهادی به طور معکوسی بر سطح سود تقسیم شده مؤثر است. هیچگونه شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت خارجی و سیاست تقسیم سود یافت نشد.

عبدالسلام و همکاران^{۱۵} (۲۰۰۸) به بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت بر سیاستهای تقسیم سود پرداختند. در این راستا، ۵۰ شرکت مصری در دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش مؤید این است که شرکتهای با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و مالکیت نهادی بیشتر، سود بیشتری را تقسیم می‌کنند. به علاوه، رابطه معناداری بین ترکیب هیئت مدیره و سیاست تقسیم سود نیست.

لی (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی تأثیر سهامداران خرد (اقلیت) یا غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکتهای استرالیایی پرداخت. نمونه این تحقیق شامل ۶۳ شرکت استرالیایی در دوره زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۸ بود. در این مطالعه برای آزمون فرضیه‌ها تحقیق از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده بود. نتایج این تحقیق بیانگر این مطلب بود که یک رابطه مثبت و معنادار بین درصد مالکیت سهامداران خرد (اقلیت) و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

منوس و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر سطح عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی بر سیاست تقسیم سود در شرکتهای هندی پرداختند. در این مطالعه، برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل لوجستیک یا لوجیت^{۱۶} استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی با سیاست تقسیم سود وجود دارد.

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) در تحقیقی به شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود شرکتهای از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین با توجه به تایید نظریه پیام رسانی، انتظار می‌رود تا اگر شرکتی از رشد سود بالایی (پایینی)

برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پایین) باشد. همچنین اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت، از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکتها، ایفای نقش می‌کنند.

پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷) به بررسی عوامل تعیین‌کننده خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. این مطالعه با توجه به مبانی نظری چهار عامل تعیین‌کننده خط‌مشی تقسیم سود را مورد بررسی و آزمون قرار داده است که شامل وضعیت نقدینگی، ثبات سودآوری شرکت، درجه اهرم مالی و وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور بود. نتایج آزمون فرضیات نشان داد که مهمترین عامل تعیین‌کننده خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، وضعیت نقدینگی شرکت است. همچنین یافته‌های تحقیق نشان داد که ثبات سودآوری شرکت و درجه اهرم مالی در تعیین خط‌مشی تقسیم سود نقشی ندارد. این مطالعه همچنین نشان داد که بین وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و درصد توزیع سود ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد که با مبانی نظری و یافته‌های پژوهشگران دیگر مغایر بود.

ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۸۹)، به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. یافته‌ها حاکی از آن است که مالکیت شرکتی و استقلال هیئت مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور منفی، نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با وجود این، شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت مدیریتی و میزان تمرکز مالکیت با سیاست تقسیم سود مشاهده نشد.

کرمی، مهرانی و اسکندر (۱۳۸۹) به بررسی نظریه نمایندگی و نظریه علامت دهی در سیاست تقسیم سود و نقش سرمایه‌گذاران نهادی پرداختند. هدف اصلی آنها از این تحقیق، تعیین رابطه بین مالکیت نهادی موجود در ساختار شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران و سیاست تقسیم سود آنها بود. نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه منفی بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و سودسهم پرداختنی از سوی شرکت بوده است و موبد نظریه علامت‌دهی است. این امر نشان می‌دهد که حضور سهامداران نهادی سبب کاهش استفاده از سود سهام به عنوان علامتی برای عملکرد خوب شرکت است. همچنین بر اساس شواهد بدست آمده، رابطه مثبت معنادار بین تمرکز نهادی و سودسهم پرداختنی از سوی شرکت وجود دارد که مطابق نظریه نمایندگی است.

با توجه به مبانی نظری و اهداف اصلی این تحقیق، فرضیه زیر طراحی و مورد آزمون قرار گرفت؛
«ارتباط معناداری بین درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی و سیاست تقسیم سود وجود دارد.»

۳- روش شناسی پژوهش

این تحقیق از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش، توصیفی- علی است. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون تنها فرضیه تحقیق، از مدل توبیت^{۱۷} بر مبنای داده‌های تجمعی (ترکیبی) استفاده شده است. به منظور انجام پژوهش، داده‌های کمی مورد نیاز از صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتها و سایر گزارش‌های مالی آنها و همچنین، نرم‌افزارهای تدبیر و ره‌آورد نوین استخراج شده است. داده‌ها پس از جمع‌آوری در صفحه گسترده اکسل، مرتب و طبقه‌بندی شده و در نهایت با استفاده از نرم افزارهای آماری ای‌ویوز ۶ و اسپاس‌اس مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

۳-۱- مدل و متغیرهای تحقیق

در این تحقیق، برای بررسی تأثیر سهامداران غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود از مدل توبیت استفاده شده است. مدل توبیت، مدل رگرسیون خطی چندگانه برای داده‌های تجمعی است که توسط جیمز توبین^{۱۸} در سال ۱۹۵۸ برای توصیف رابطه بین متغیر وابسته غیر منفی مانند y_{it}^* و متغیرهای مستقل x_{it} ایجاد شده است. در این مدل، در نظر گرفته می شود که متغیر غیرقابل مشاهده^{۱۹} مانند y_{it}^* در مدل وجود دارد که این متغیر به شکل خطی به متغیر x_{it} وابسته است. بنابراین رابطه زیر را داریم:

$$y_{it}^* = \alpha + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر y_{it}^* برابر متغیر غیر قابل مشاهده خواهد بود. هر جا که این متغیر بیشتر از صفر باشد و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود. یعنی داریم:

$$y_{it}^* = 0 \quad \text{if} \quad y_{it}^* \leq 0 \quad \text{and,} \\ = y_{it} \quad \text{if} \quad y_{it}^* > 0$$

مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

$$Div_{it}^* = \beta_0 + \beta_1 Div_{it-1} + \beta_2 Own_NI_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

Div_{it}^* : متغیر پنهان سیاست تقسیم سود است که :

$$Div_{it} = 0 \quad \text{if} \quad Div_{it}^* \leq 0 \quad \text{and,} \\ = Div_{it}^* \quad \text{if} \quad Div_{it}^* > 0$$

Div_{it} : شاخص سیاست تقسیم سود می‌باشد که در این تحقیق برای سنجش سیاست تقسیم سود، از دو نسبت سود تقسیمی به فروش خالص و نسبت سود تقسیمی به جمع دارایی‌ها استفاده شده است؛

Own_NI_{it} : درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی می‌باشد؛

ROE_{it} : نسبت سود خالص به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است و شاخص سودآوری می‌باشد، و

LEV_{it} : نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها است و شاخص اهرم مالی می‌باشد.

$SIZE_{it}$: لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان دوره است و شاخص اندازه شرکت است.

۳-۱-۱- متغیر وابسته و نحوه محاسبه آن

در این تحقیق سیاست تقسیم سود (Div_{it}) متغیر وابسته است. مطابق با تحقیق لیسون و همکاران^{۲۰} (۱۹۹۸)، از دو نسبت سود تقسیمی به فروش خالص و سود تقسیمی به جمع دارایی‌ها به عنوان معیار سنجش سیاست تقسیم سود استفاده شده است.

۳-۱-۲- متغیر مستقل و نحوه محاسبه آن

در این مطالعه، Own_NI_{it} نماینده‌ای برای درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی است. درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی با مراجعه به یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی و ترکیب مالکیت سهامداران بدست آمده است. بدین منظور، ابتدا درصد مالکیت سهامداران نهادی طبق بند ۲۷ ماده‌ی یک قانون بازار اوراق بهادار محاسبه و سپس درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی با استفاده از رابطه یک منهای درصد مالکیت سهامداران نهادی محاسبه گردیده است.

۳-۱-۳- متغیرهای کنترلی و نحوه محاسبه آن

در این مطالعه، از متغیرهای کنترلی به منظور یکسان‌سازی شرکتها از نظر سایر عوامل تأثیرگذار استفاده شده است. این متغیرها شامل سودآوری، اهرم مالی، اندازه شرکت و سیاست پرداخت سال قبل به عنوان متغیرهای کنترل‌کننده در نظر گرفته شده است که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

(۱) سودآوری (ROE_{it}): از نظر بسیاری از سهامداران، مهمترین عامل برتری شرکت، میزان سودآوری آن است. سودآوری بیشتر بیانگر دسترسی به منابع بیشتر برای توزیع وجوه شرکت است؛ بنابراین، انتظار می رود رابطه مثبتی میان سودآوری و پرداخت سود تقسیمی وجود داشته باشد. در این تحقیق برای محاسبه شاخص سودآوری از نسبت سود خالص به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شده است.

(۲) اهرم مالی (LEV_{it}): با توجه به اینکه اهرم مالی، برای کاهش هزینه تأمین مالی و شرایط اعتباری تأمین مالی بر سیاستهای توزیع سود سهام مؤثر است، از نسبت بدهی های به مجموع داراییها به عنوان نماینده اهرم استفاده شده است. بنابراین؛ انتظار می رود شرکت های با اهرم مالی بیشتر، سود کمتری پرداخت کنند (جی راپرن^{۲۱}، ۲۰۰۶).

(۳) اندازه شرکت ($SIZE_{it}$): هرچه اندازه شرکت بیشتر باشد، انتظار می رود پرداخت سود تقسیمی بیشتر شود. بدیهی است که اندازه شرکت تعیین کننده حجم و گستردگی فعالیت شرکت است. هرچه، اندازه شرکت بیشتر باشد، نشان دهنده عدم فرصت رشد شرکت است. بنابراین، فرض می شود این شرکتها بیشتر جریان نقد آزاد خود را به جای سرمایه گذاری در فرصتهای رشد، به سهامداران بپردازند (اسکار^{۲۲}، ۲۰۰۷). در این تحقیق، برای سنجش اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام استفاده شده است.

(۴) سیاست تقسیم سود سال قبل (Div_{it-1}): تحقیقات صورت گرفته نشان می دهد که سیاست تقسیم سود سال جاری همواره همبستگی قابل ملاحظه ای با سیاست تقسیم سود سال قبل شرکت دارد (ستایش و کاظم نژاد، ۱۳۸۹). بنابراین در این تحقیق نیز سیاست تقسیم سود سال قبل به عنوان متغیر کنترلی وارد مدل رگرسیونی شده است.

۳-۲- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ است. از این جامعه، شرکت های حائز شرایط زیر به عنوان نمونه انتخاب شده است:

۱. تاریخ پذیرش آنها در بورس قبل از سال ۱۳۷۹ باشد (به دلیل کنترل سیاست پرداخت سود سال قبل) و تا پایان سال ۱۳۸۹ نیز در فهرست بورس اوراق بهادار تهران باشند.
۲. سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در دوره زمانی مورد بررسی، تغییری در آن ایجاد نشده باشد.
۳. جزء شرکت های واسطه گری مالی و بانک ها نباشند.
۴. اطلاعات مالی آنها در دسترس باشد.

با توجه به شرایط ذکر شده، تعداد ۱۴۰۵ مشاهده سال- شرکت مربوط به ۱۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

۴- یافته‌های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در نگاره (۱) آورده شده است که بیانگر عوامل توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزاست. این عوامل عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر مقدار حداقل، حداکثر، میانگین، میانه و همچنین، اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی، نظیر انحراف معیار است. مهمترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. میانگین (انحراف معیار) نسبت سود تقسیمی به فروش شرکتهای نمونه تقریباً ۱۱٪ (۱۵٪) می‌باشد. این نشان می‌دهد که به طور متوسط شرکتهای نمونه تقریباً ۱۱٪ فروش خالص خود را به عنوان سود سهام بین سهامداران توزیع کرده‌اند. میانگین (انحراف معیار) شاخص سود تقسیمی به فروش سال قبل نیز تقریباً ۱۱٪ (۱۴٪) است. این نشان می‌دهد که سیاست پرداخت سود شرکتهای تقریباً روند ثابتی دارد. همچنین، میانگین (انحراف معیار) نسبت سود تقسیمی به دارایی‌ها تقریباً ۶٪ (۷٪) می‌باشد. این نشان می‌دهد که به طور متوسط شرکتهای نمونه تقریباً معادل ۶٪ دارایی‌های خود را به عنوان سود سهام بین سهامداران توزیع کرده‌اند. همانطور که مشاهده می‌شود میانگین (انحراف معیار) درصد سهامداران غیرنهادی ۲۶٪ (۲۱٪) است. این نشان می‌دهد که به طور متوسط، ۲۶٪ ترکیب سهامداران شرکتهای نمونه را مالکان غیرنهادی (سهامداران نهادی) تشکیل می‌دهند. میانگین میانگین (انحراف معیار) نرخ بازده حقوق صاحبان سهام نیز تقریباً ۴۰٪ (۵۹٪) است. این نشان می‌دهد که سهامداران معادل هر ریال سرمایه‌گذاری در شرکت، ۰/۴ ریال سود دریافت کرده‌اند. همچنین، میانگین (انحراف معیار) شاخص اهرم مالی نیز تقریباً ۶۳٪ (۴۲٪) است. این نشان می‌دهد که به طور متوسط معادل ۶۳٪ ساختار دارایی‌های شرکتهای مورد مطالعه از بدهی تشکیل شده است.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
نسبت سود تقسیمی به فروش خالص	۰/۱۱۱	۰/۰۵۸	۰/۱۴۷	۰	۱/۱۷۹
نسبت سود تقسیمی به فروش خالص سال قبل	۰/۱۱۰	۰/۰۶۲	۰/۱۴۱	۰	۰/۹۷۹
نسبت سود تقسیمی به جمع دارایی‌ها	۰/۰۶۱	۰/۰۳۷	۰/۰۷۲	۰	۰/۲۷۶
نسبت سود تقسیمی به جمع دارایی‌های سال قبل	۰/۰۶۳	۰/۰۴۱	۰/۰۷۰	۰	۰/۳۷۷
درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی	۰/۲۶۱	۰/۲۰۶	۰/۲۰۹	۰/۰۱۰	۰/۹۴۰
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۴۰۰	۰/۳۳۱	۰/۵۹۱	-۵/۳۰۹	۶/۶۴۷
اهرم مالی	۰/۶۳۴	۰/۶۵۰	۰/۴۲	۰/۲۱۰	۱/۷۱۶
اندازه شرکت	۱۲/۷۱۲	۱۲/۶۱۲	۱/۵۸۵	۸/۲۲۵	۱۷/۷۰۷

۲-۴- نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق

۱-۲-۴- بررسی فروض نرمال کلاسیک رگرسیون

برای آزمون فرضیه تحقیق از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به منظور اطمینان از تفسیر روابط رگرسیونی، فرضیه‌های زیر بنایی رگرسیون مورد استفاده در این تحقیق، مورد بررسی قرار گرفت. اولین شرط استفاده از رگرسیون این است که توزیع خطاها باید دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشد. بدین منظور از آزمون جارکو-^{۲۳} استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون بیانگر نرمال بودن توزیع داده‌هاست. برای بررسی عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل از آزمون کلموگروف-اسمیرنف استفاده شده است. پس از انجام این آزمون، در هیچکدام از متغیرهای تحقیق مشکل همخطی مشاهده نگردد. نتایج حاصل از آزمون دوربین-واتسون برای کشف خود همبستگی نیز حاکی از عدم وجود این خطاست.

۲-۲-۴- نتایج آزمون فرضیه تحقیق

فرضیه این تحقیق به این صورت مطرح گردیده بود که ارتباط معناداری بین درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی و سیاست تقسیم سود وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه تحقیق در جداول شماره (۲) و شماره (۳) آورده شده است. همانطور که قبلاً نیز بیان شد، در این تحقیق، برای محاسبه سیاست تقسیم سود، از دو شاخص سود تقسیمی به دارایی و سود تقسیمی به فروش استفاده شده است. همچنین تأثیر

متغیرهای سودآوری، اهرم مالی، اندازه شرکت و سیاست پرداخت سال قبل نیز کنترل شده است.

همانگونه که در نگاره (۲) نشان داده شده است برای محاسبه سیاست تقسیم سود از نسبت سود تقسیمی به دارایی‌ها استفاده شده است. در این جدول، ضرایب مثبت (منفی) متغیرها بیانگر رابطه مستقیم (معکوس) با سیاست تقسیم سود می‌باشند. علامت ضریب متغیر سهامداران غیر نهادی، $-0/051$ می‌باشد و آماره t آن معادل $2/633$ - است که در سطح بیش از $0/001$ معنادار است. این نشان می‌دهد که بین درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه منفی و معنادار در سطح اطمینان ۹۹ درصد وجود دارد.

در واقع، این نمایانگر این مطلب است که افزایش در میزان مالکیت سهامداران غیرنهادی، موجب کاهش در سود تقسیمی شرکت‌های نمونه شده است. بنابراین فرضیه این تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنادار بین درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی و سیاست تقسیم سود تأیید می‌شود که این رابطه منفی است. این نتیجه با تحقیق لی (۲۰۱۰) سازگار نیست.

همچنین سیاست تقسیم سود سال قبل شرکت نیز در سطح اطمینان ۹۹٪ دارای رابطه مثبت و معنادار با سیاست پرداخت سال جاری شرکت در سطح معناداری بیش از $0/001$ است. این نتیجه با تحقیق ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۸۹) نیز مطابقت دارد. نتایج سایر متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه دارای رابطه مثبت و معنادار با سیاست تقسیم سود در سطح معناداری بیش از $0/001$ و سطح اطمینان ۹۹ درصد می‌باشد. این نتیجه با تحقیق مشایخ و عبداللهی (۱۳۹۰) نیز سازگار است. همچنین شاخص اهرم مالی دارای رابطه منفی و معنادار با سیاست تقسیم سود در سطح اطمینان ۹۹ درصد و سطح معناداری بیش از $0/001$ می‌باشد. این نتیجه با تحقیق فخاری و یوسفعلی تبار (۱۳۸۹)، پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷) و ناکور و همکاران^{۲۴} (۲۰۰۶) مطابقت ندارد ولی با تحقیق جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) سازگار است. نتایج حاصل از آزمون آماری هیچ رابطه معناداری بین اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود نشان نمی‌دهد. این نتیجه با تحقیق فخاری و یوسفعلی تبار (۱۳۸۹) مطابقت ندارد.

آماره F نیز نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۹ درصد است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد حدود ۴۷٪ از تغییرات در سیاست تقسیم سود توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. نزدیک بودن آماره دوربین واتسون (۲/۰۸۵) به عدد ۲ نیز حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین متغیرهای پیش‌بین است.

نگاره (۲) - نتایج حاصل از آزمون های آماری فرضیه تحقیق

متغیر وابسته: سود تقسیمی به دارایی

$$Div_{it}^* = \beta_0 + \beta_1 Div_{it-1} + \beta_2 Own_NI_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	علامت پیش بینی شده	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-/+	۰/۰۴۹	۹/۱۲۳	۰/۰۰۰
درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی	-/+	-۰/۰۵۱	-۲/۶۳۳	۰/۰۰۰
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	+	۰/۱۷۹	۸/۷۵۷	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-	-۰/۱۳۸	-۶/۸۶۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	+	۰/۰۲۹	۱/۳۴۶	۰/۱۷۸
سیاست پرداخت سال قبل	+	۰/۵۸۱	۲۸/۰۸۰	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۷۱	آماره F	۲۵۱/۴۰۰
آماره دوربین واتسون		۲/۰۸۵	سطح معناداری مدل	۰/۰۰۰

همانطور که در نگاره (۳) مشاهده می شود، برای محاسبه سیاست تقسیم سود از شاخص سود تقسیمی به فروش خالص استفاده شده است. در این جدول ضرایب مثبت (منفی) متغیرها بیانگر رابطه مستقیم (معکوس) با سیاست تقسیم سود می باشند. علامت ضریب متغیر سهامداران غیر نهادی، $-۰/۰۵۹$ می باشد و آماره t آن معادل $-۲/۵۸۴$ است که در سطح بیش از $۰/۰۰۱$ معنادار است. همانگونه که مشاهده می شود با اینکه شاخص اندازه گیری سیاست تقسیم سود تغییر نموده و از نسبت سود تقسیمی به فروش استفاده شده است ولی بازهم بین درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی و سیاست تقسیم سود، رابطه منفی و معنادار در سطح اطمینان ۹۹ درصد وجود دارد. در واقع، این نمایانگر این مطلب است که با وجود تغییر شاخص اندازه گیری متغیر وابسته، ولی مجدداً افزایش در میزان مالکیت سهامداران غیر نهادی موجب کاهش در سود تقسیمی شرکتهای مورد بررسی شده است. بنابراین فرضیه این تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنادار بین درصد مالکیت سهامداران

غیر نهادی و سیاست تقسیم سود تأیید می‌شود و این رابطه منفی است. این نتیجه با تحقیق لی (۲۰۱۰) سازگار نیست.

همچنین سیاست تقسیم سود سال قبل شرکت نیز در سطح اطمینان ۹۹ درصد دارای رابطه مثبت و معنادار با سیاست پرداخت سال جاری شرکت در سطح معناداری بیش از ۰/۰۰۱ است. این نتیجه با تحقیق ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۸۹) نیز مطابقت دارد. نتایج سایر متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که نرخ بازده حقوق صاحبان سرمایه دارای رابطه مثبت و معنادار با سیاست تقسیم سود در سطح معناداری بیش از ۰/۰۰۱ و سطح اطمینان ۹۹ درصد می‌باشد. این نتیجه با تحقیق مشایخ و عبداللهی (۱۳۹۰) نیز مطابقت دارد. همچنین شاخص اهرم مالی دارای رابطه منفی و معنادار با سیاست تقسیم سود در سطح اطمینان ۹۹ درصد و سطح معناداری بیش از ۰/۰۰۱ می‌باشد. این نتیجه با تحقیق فخاری و یوسفعلی تبار (۱۳۸۹)، پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷) و ناکور و همکاران (۲۰۰۶) مطابقت ندارد ولی با تحقیق جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) سازگار است. همچنین نتایج حاصل از آزمون آماری نشان می‌دهد که بین سیاست تقسیم سود و اندازه شرکت رابطه مثبت و معنادار در سطح معناداری بیش از ۰/۰۰۱ می‌باشد. این نتیجه با تحقیق فخاری و یوسفعلی تبار (۱۳۸۹) نیز مطابقت دارد.

آماره F نیز نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۹ درصد است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد حدود ۴۲ درصد از تغییرات در سیاست تقسیم سود توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. نزدیک بودن آماره دوربین واتسون (۱/۹۸۷) به عدد ۲ نیز حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین متغیرهای پیش‌بین است.

نگاره (۳) - نتایج حاصل از آزمون های آماری فرضیه تحقیق

متغیر وابسته: سود تقسیمی به فروش

$$Div_{it}^* = \beta_0 + \beta_1 Div_{it-1} + \beta_2 Own_NI_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE$$

متغیر	علامت پیش بینی شده	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-/+	۰/۱۴۷	۱۱/۸۷۸	۰/۰۰۰
درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی	-/+	-۰/۰۵۹	-۲/۵۸۴	۰/۰۰۰
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	+	۰/۱۰۹	۵/۱۹۵	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-	-۰/۲۱۲	-۹/۴۵۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	+	۰/۱۰۹	۴/۶۹۹	۰/۰۰۰
سیاست پرداخت سال قبل	+	۰/۴۹۲	۲۱/۰۸۰	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۲۳	آماره F	۲۰۶/۷۷۷
آماره دوربین واتسون		۱/۹۸۷	سطح معناداری مدل	۰/۰۰۰

۵- نتیجه گیری و پیشنهادها

هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیر سهامداران غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با اتکا بر نظریه های اصلی تقسیم سود شامل نظریه علامت دهی، نظریه نمایندگی و نظریه سلسله مراتبی است. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه تحقیق که به بررسی رابطه بین درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی و سیاست تقسیم سود می پردازد، نشان می دهد که هر اندازه درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی (خرد) بیشتر باشد، سود تقسیمی شرکتها نیز کمتر است. همچنین، وجود سهامداران غیر نهادی موجب افزایش تضاد نمایندگی میان مدیریت و مالکیت می شود که این تضاد نمایندگی ممکن است منجر به عدم تقارن اطلاعاتی نیز شود. عدم تقارن اطلاعاتی، نشانه های منفی در ارتباط با ارزش شرکت و قیمت سهام شرکت به بازار سرمایه می فرستد که نمی تواند برای شرکت مطلوب باشد. همچنین هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاست، شرکتها معمولاً به دلیل بالا بودن هزینه تأمین مالی خارجی، سود پرداختی خود را

کاهش می‌دهند. کاهش در سود پرداختی نمی‌تواند برای شرکت مطلوب باشد، چون نشانه‌های نامطلوبی در ارتباط با کیفیت و سودآوری شرکت به بازار سرمایه منتقل می‌کند. همچنین از نکات جالب این تحقیق، وجود رابطه منفی و معنادار بین سیاست تقسیم سود و شاخص اهرم مالی است. در حالی که اکثر تحقیقات صورت گرفته در ایران از جمله تحقیق فخاری و یوسفعلی‌تبار (۱۳۸۹) و پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷)، هیچگونه ارتباط معناداری بین این دو متغیر مشاهده نکرده‌اند یا این رابطه را ضعیف دانسته‌اند، ولی نتایج این تحقیق یک رابطه منفی در سطح معناداری بیش از ۰/۰۰۱ را نشان می‌دهد.

۱-۵- پیشنهادهای کاربردی پژوهش

۱. بر اساس یافته‌های این تحقیق به فعالان بازارهای سرمایه پیشنهاد می‌شود به درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی توجه ویژه‌ای داشته باشند، چون نتایج این تحقیق نشانگر وجود رابطه منفی و معنادار بین درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی و سیاست تقسیم سود است. در واقع با افزایش درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی، سود پرداختی به سهامداران کاهش می‌یابد.

۲. به سهامداران، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران بازارهای مالی توصیه می‌شود در صورت تمایل به دریافت سود سهام بالا، اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکتهایی نمایند که سهامداران غیر نهادی ناچیزی دارند زیرا نتایج این تحقیق نشان داد که ارتباط معکوس بین سهامداران غیر نهادی و سود تقسیمی وجود دارد. همچنین در شرکتهایی سرمایه‌گذاری کنند که نسبت بدهی به دارایی (اهرم مالی) پایینی داشته باشند چون نتایج حاکی از رابطه معکوس شاخص اهرم مالی و سود تقسیمی است.

۳. به مدیران شرکتهای توصیه می‌شود از آنجا که وجود مالکان غیر نهادی ممکن است منجر به عدم تقارن اطلاعاتی شود، سود پرداختی خود را افزایش دهند چون عدم پرداخت سود می‌تواند نشانه‌ای منفی در ارتباط با شرکت به بازار سرمایه منتقل کند که نمی‌تواند برای شرکت مطلوب باشد و ممکن است شرکت را در تأمین منابع مالی با مشکل مواجه کند.

۲-۵- پیشنهادهای پژوهش‌های آتی

۱. پیشنهاد می‌شود که تأثیر سهامداران غیر نهادی بر بازدهی سهام مورد بررسی قرار گیرد.
۲. پیشنهاد می‌شود تأثیر سهامداران غیر نهادی بر پایداری و کیفیت سود نیز بررسی شود.
۳. پیشنهاد می‌شود تأثیر سهامداران غیر نهادی بر محافظه‌کاری بررسی شود.

۵-۳- محدودیت های پژوهش

در فرآیند تحقیق علمی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل محقق می باشد، ولی به طور بالقوه می تواند نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد. برخی از این محدودیت ها ذاتی و برخی ناشی از شرایط محیطی و محدودیت زمانی تحقیق می باشد. ضرورت دارد نتایج تحقیق علمی، با مدنظر قرار دادن محدودیت های موجود مورد تجزیه و تحلیل و بررسی قرار گیرد. محدودیت های این تحقیق به شرح زیر بوده است:

۱. در این تحقیق، یکی از ملاک های اندازه گیری سهامداران غیر نهادی، درصد مالکیت سهامداران کمتر از ۵٪ می باشد و مالکیت های غیر مستقیم به دلیل عدم امکان ردیابی در محاسبات لحاظ نشده است که این امر می تواند بر نتایج تحقیق تأثیر گذارد.
۲. با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تسری نتایج به سایر واحدهای اقتصادی باید با احتیاط انجام شود.

یادداشت ها:

- | | |
|---------------------------------|--------------------------|
| 1- Modigliani and Miller | 13- Deshmukh |
| 2- Lee | 14- Kumar |
| 3- Non-institution shareholders | 15- Abdelsalam and et al |
| 4- Manos and et al | 16- Logit Model |
| 5- Laporta | 17- Tobit Model |
| 6- Baker et al | 18- James Tobin |
| 7- Agency theory | 19- Latent |
| 8- Signaling theory | 20- Lipson and et al. |
| 9- Pecking order theory | 21- Jiraporn |
| 10- Life cycle theory | 22- Oskar |
| 11- Ferris et al | 23- Jarque-Bera |
| 12- Cheng et al | 24- Naceur et al |

کتابنامه

الف) فارسی

- ۱- پورحیدری، امید و محمد خاکساری، (۱۳۸۷). «بررسی عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بوری اوراق بهادار تهران»، توسعه و سرمایه، شماره ۲، ص ۲۰۰-۱۸۳.
- ۲- جهانخانی و قربانی، (۱۳۸۴). «شناسایی و تعیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، شماره ۲۰، ص ۴۸-۲۷.

- ۳- سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۴). «قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا.»، فصل اول، بند ۲۷، ماده ۱. تهران، انتشارات بورس اوراق بهادار تهران.
- ۴- ستایش، محمد حسین و مصطفی کاظم نژاد. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *دانش حسابداری*، شماره ۱، ص ۵۹-۲۱.
- ۵- فخاری، حسین، نصیبه یوسفعلی تبار. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۶۲، ص ۸۴-۶۹.
- ۶- کرمی، غلامرضا، ساسان مهرانی، و هدی اسکندر. (۱۳۸۹). «بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت دهی در سیاست های تقسیم سود: نقش سرمایه گذاران نهادی»، *حسابدار*، شماره ۲۰۷، ص ۵۷-۵۳.
- ۷- مشایخ، شهناز، مهین عبداللهی. (۱۳۹۰). «بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *پژوهش های حسابداری مالی*، شماره ۴، ص ۸۶-۷۱.

(ب) انگلیسی

- 8- Abdelsalam, O; EL-Masry, A, and Elsegini, S., (2008). "Board Composition, Ownership structure and dividend policies in an emerging Market", *Journal of Managerial Finance*, Vol. 34, No. 12, pp. 953-964.
- 9- Baker, H.K., powell, G.E. and veit, T., (2002). "Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy", *journal of economics and finance*, volume 26, NO. 3, PP. 230-205.
- 10- Cheng, L. T. W., Davidson, W. N., & Leung, T. Y., (2011). "Insider trading returns and dividend signals", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 20, pp. 421-429.
- 11- Deshmukh, S., (2005). "The effect of asymmetric information on dividend policy". *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 44, pp. 107-127.

- 12- Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S., (2009). “Catering effects in corporate dividend policy: International evidence”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, pp. 1730–1738.
- 13- King Fuei Lee, (2010). “Retail minority shareholders and corporate reputation as determinant of dividend policy in Australia”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 18, pp. 351–368.
- 14- Kowalewski Oskar, (2007). “Talavera Oleksandr. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland”, *Warsaw School of Economics*, Available at ssrn 2007.
- 15- Kumar, J., (2003). “Does Ownership Structure Influence Firm value? Evidence form India”, *Working paper*, [Online]: www.ssrn.com.
- 16- LaPorta, R., Lo’ pez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., (2000). “Agency Problems and 28. Dividend Policies Around the World”, *Journal of Finance*, Vol. 55: pp. 1–33.
- 17- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W., (2000). “Agency problems and dividend policies around the world”, *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 1–33.
- 18- Lipson, M., Macquieira, C., Megginson, W., (1998). “Dividend initiation and earnings surprises”, *Financial Management*, Vol. 27, pp. 36– 45.
- 19- Miller, M.H, & Modigliani, F., (1961). “Dividend policy, Growth, and the Valuation of Shares”, *Journal of Business*, Vol. 34, PP. 411-433.
- 20- Naceur, S; Goaid, M, and Belanes. A., (2006). “On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy”, *International Review of Finance*, Vol. 6, No.1, pp. 1–23.
- 21- Pronsit Jiraporn, yixi Ning, (2006). “Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance”, *Pennsylvania State University*, Available at ssrn 2006.
- 22- Ronny Manos, Victor Murinde, Christopher J. Green. (2012). “Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms”, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 21, pp. 42–56.