فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/ سال دوم/ شماره۷ / پاییز۸۹ / صفحات ۱۸۹- ۱۵۸

بررسی رابطه‌ی بین مالکیت متمرکز و نسبت سود تقسیمی (DPS)در صنایع مواد شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر سیدعلیرضا موسوی*
سمیرا هنربخش**

تاریخ دریافت: ۸۹/۷/۱۵ تاریخ پذیرش: ۸۹/۹/۲۰

چکیده :

پرداخت سود سهام یکی از اطلاعات مورد توجه سرمایه‌گذاران می‌باشد. سرمایه‌گذاران مختلف می‌توانند اثرات متفاوتی روی عملکرد شرکت و همچنین پرداخت سود سهام داشته باشند. سؤال اصلی این پژوهش این است که آیا بین مالکیت متمرکز (اندازه‌گیری شده بوسیله تمرکز بیش از ۱+۵۰ درصد سهام در دست ۲ سهامدار عمده اول) و میزان تقسیم سود رابطه‌ای وجود دارد؟ برای این منظور داده‌های مورد نیاز این پژوهش از ۳۵ شرکت فعال در صنعت مواد شیمیایی و دارویی عضو بورس اوراق‌بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۱ با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد و سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری گردیده است. تکنیک آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیات، رگرسیون چندمتغیره می‌باشد. پژوهش حاضر شامل ۶ فرضیه می‌باشد که به بررسی رابطه‌ی بین متغیرهای مالکیت متمرکز، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، جریان نقدآزاد، اهرم مالی، فرصت‌های رشد و اندازه‌ی شرکت با میزان تقسیم سود(DPS) پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌ها با سطح بالاتر مالکیت

* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت- دکترای مدیریت بازرگانی
** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت(نویسنده مسئول)
Email: honarbakhsh_88@yahoo.com

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

متمرکز ، درصد بالای مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، جریان نقد آزاد زیاد، اهرم مالی کم، فرصت‌های رشد کم و اندازه‌ی بزرگتر، تقسیم سود بیشتری دارند.

واژه های کلیدی: سودتقسیمی، مالکیت متمرکز، مالکیت نهادی، جریان نقد آزاد، مدل علامت‌دهی

۱- مقدمه:

در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت وسوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. عناصری که در این صحنه حضور دارند عبارتند از سهامداران و ساختار مالکیت ایشان، اعضاء هیئت مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که توسط مدیرعامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفعان که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند(سلمن و سلمن[1]، ۱۳۸۴). ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قراردارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم همانند صورت‌های مالی منتشره اتّکا می‌کنند؛ این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران حرفه‌ای عمده قرار دارد که برخلاف سهامداران گروه اول، اطلاعات داخلی با ارزشی درباره‌ی چشم‌اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیارشان قرار می‌گیرد(نوروش و ابراهیمی کردلر،۱۳۸۴). پرداخت سود سهام یکی از اطلاعات مورد توجه سرمایه‌گذاران می‌باشد. عوامل مختلفی می‌تواند در پرداخت سود سهام مؤثر باشد. از جمله ی این عوامل می‌توان به ساختار مالکیت شرکت‌ها اشاره کرد.سرمایه‌گذاران مختلف می‌توانند اثرات متفاوتی روی عملکرد شرکت و همچنین پرداخت سود سهام داشته باشند. نظارت سهامداران عمده ممکن است تأثیر ویژه‌ای روی جنبه‌های مختلف رفتاری شرکت، مانند سودآوری، عملکرد شرکت، سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت و انتخاب سیاست‌های اجرایی و مالی داشته باشد. سهامداران عمده از اثرگذاریشان روی رفتار شرکت به چند طریق استفاده می‌نمایند. آن‌ها ممکن است روی تصمیمات عملیاتی شرکت با استفاده از نظارت بر مدیران اثربگذارند و سبب بهبود انتخاب پروژه‌ها و سطوح سرمایه‌گذاری و کاهش احتمال تلف شدن منابع شوند (بیکر و

[1] -Selman & Selman

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

همکاران[1]، ۲۰۱۰). همچنین ماگ[2](۱۹۹۸) اینگونه بیان کرده است که هر چه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهترانجام می‌شود و این ارتباط یک ارتباط مثبت است. بوش[3] (۱۹۹۸) اظهار داشته است که سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع‌آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت بطور ضمنی و از طریق اداره نحوه‌ی عمل شرکت بطور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. با توجه به فرضیه محتوای اطلاعاتی یا علامت‌دهی، آغاز پرداخت سود سهام توسط یک شرکت و یا افزایش قابل توجه سود سهام توسط شرکت، می‌تواند پیام‌های متفاوتی از دید سهامداران مختلف داشته باشد. پرداخت سود کم باعث کاهش عدم اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به دریافت بازده سرمایه‌شان می‌شود و طبق فرضیه علامت‌دهی، افزایش سود سهام از دید سرمایه‌گذاران نشانه توانایی سودآوری آتی شرکت بوده و به عنوان یک خبر خوب مبنی بر روشن بودن افق آینده شرکت از دید مدیریت تفسیر می‌شود. از طرفی برخی سرمایه‌گذاران ممکن است افزایش سود سهام را نشانه در دست نبودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد و توسعه و یا عدم استفاده شرکت از این فرصت‌ها دانسته و در نتیجه افزایش سود سهام از دید آن‌ها علامت مثبتی نیست، این دسته احتمالاً به فروش سهام این شرکت‌ها اقدام خواهندکرد. به عبارتی نوع تصمیم شرکت در توزیع سود و یا توزیع نکردن آن می‌تواند در حجم معاملات سهام شرکت و ساختارسهامداران آن مؤثرباشد. احتمال دیگری نیز وجوددارد و آن این است که سرمایه‌گذاران نسبت به سود سهام بی‌تفاوت باشند و بخصوص با توجه به هزینه معاملات، نسبت به آن عکس‌العمل نشان ندهند (خوش‌طینت و حاجیان، ۱۳۸۶).

۲- بیان مسئله

سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، به عنوان یک مکانیزم کنترلی مرتبط با تضاد نمایندگی بین سهامداران و مدیران در نظر گرفته شده است. مشکلات اساسی نمایندگی از جدایی مدیریت و تأمین مالی سرچشمه می‌گیرد. بر طبق نظر جنسن و مک لینگ[4] (۱۹۷۶)، هزینه‌های نمایندگی زمانی اتفاق می‌افتد که مدیر-مالک در جهت تصمیمات مربوط به حداکثرکردن ثروت گام بر می‌دارند و همچنین زمانی است که سرمایه‌گذاران، هزینه‌هایی را جهت کنترل

[1] -Becker, et al.
[2] -Maug
[3]-Bushee
[4]-Jensen & Mackling

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

مدیران متقبل می‌شوند. در بسیاری از کشورها شرکت‌های بازرگانی اغلب سهامداران بزرگی دارند. سهامداران عمده(بزرگ) در شرکت، انگیزه بیشتری برای بازی کردن نقشی فعال در تصمیمات شرکت دارند زیرا آن‌ها از این فعالیت‌های نظارتی، منافعی بدست می‌آورند (کوکی و گوئیزانی[۱]،۲۰۰۹) . شلیفرو ویشنی[۲] (۱۹۸۶)، بیان کرده‌اند که مدیران باید مورد نظارت قرار گیرند و این نظارت باید بوسیله سرمایه‌گذاران عمده(بزرگ) انجام گیرد.وجوداین سرمایه‌گذاران، باعث کاهش مسائل مربوط به سواری مجانی[۳] بوسیله نظارت تیم مدیریتی و سپس کاهش هزینه‌های نمایندگی می گردد. سرمایه‌گذاران عمده انگیزه بیشتری برای تحمل هزینه‌های نظارت بر مدیران دارند، زیرا منافعی فراتر از هزینه‌های مربوط به این فعالیت‌های نظارتی می‌برند. اخیراً تحقیقات مختلفی، منافع سهامداران عمده را در زمینه های گوناگون بیان کرده است. گومس[۴] (۲۰۰۰) بیان کرده است که در کشورها زمانی که چارچوب نهادی و قانونی در حمایت کافی از سرمایه‌گذاران بیرونی انجام نمی‌شود، مالکیت متمرکز می‌تواند تضادهای سهامداران را بهبود بخشد. هویت سهامداران عمده در تعیین سیاست‌های مالی شرکت مهم است. مؤسسات مالی می‌توانند یک نقش حاکمیتی در شرکت بازی کنند. آن‌ها بیشتر محتمل به دسترسی پیداکردن نسبت به اطلاعات و نظارت مدیران هستند.

همچنین سرمایه‌گذاران نهادی نیز ممکن است تدابیر دیده‌بانی (نظارتی)[۵] روی مدیران شرکت را اعمال نمایند. چندین عامل مهم وجود دارد که مؤسسات (نهادها) را متفاوت از سرمایه‌گذاران فردی در نظر می‌گیرد. به‌طور کلی، مؤسسات مبالغ بیشتری را در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌نمایند. به همین دلیل آن‌ها باید دارای انگیزه بیشتری برای اختصاص منابع، جهت نظارت و کنترل مدیران باشند (گروسمن و هارت[۶]، ۱۹۸۸). مؤسسات (نهادها) همچنین نسبت به سرمایه‌گذاران فردی آگاه‌تر می‌باشند. این به این معنی نیست که فقط مؤسسات (نهادها) منابعی را برای جمع‌آوری اطلاعات صرف می‌کنند، بلکه به این مفهوم است که گاهی اوقات آن‌ها دارای اطلاعات خصوصی و محرمانه ای از شرکت می‌باشند که سرمایه‌گذاران فردی ندارند (میکائلی و شو[۷]،۱۹۹۴).

---

[1]-Kouki & Guizani
[2]-Shleifer & Vishny
[3]-Free ride
[4]-Gomes
[5]-Monitoring
[6]-Grossmam & Hart
[7]-Michaely and Shaw

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

سیاست سود سهام می‌تواند به عنوان جانشینی برای تضاد منافع بین افراد داخل و بیرون شرکت بکاررود. اگرسود سهام به سهامداران توزیع نشود، ممکن است بوسیله مدیران برای استفاده شخصی مصرف شود یا اینکه در پروژه‌های غیر سودآور تلف شود. به همین خاطر قصور در پرداخت سود نقدی موجب هرز رفتن وجوه و سپس خسارت وارد کردن به منافع سهامداران بیرونی می‌شود (لاپورتا و همکاران[1]،۲۰۰۰).

یکی از مکانیزم‌هایی که جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی پیشنهاد می‌شود، کاهش وجوه احتیاطی در دسترس مدیران می‌باشد. ایستربروک[2](۱۹۸۴)، اظهار داشته است که تقسیم سود یک نقش مهم در کنترل مشکلات نمایندگی حقوق صاحبان سهام ایفامی‌کند. زمانی که شرکت‌ها پرداخت سود سهام خود را افزایش می‌دهند، با فرض اینکه آنها تمایل به انجام سرمایه‌گذاری‌های برنامه‌ریزی شده دارند، آن ها مجبور به رفتن به بازارهای سرمایه برای ایجاد تأمین مالی می‌باشند. این واقعه منجر به بازرسی مدیران توسط سرمایه‌گذاران بالقوه می‌شود وبنابراین مشکلات نمایندگی را کاهش می‌دهد.

بر طبق نظرجنسن[3](۱۹۸۶)، شرکت ها با جریان نقد آزاد اساسی، گرایش به داشتن هزینه‌های نمایندگی بالایی دارند. وجود جریان نقد آزاد ممکن است منجر به این امرشود که مدیران متقبل پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیربهینه ای گردند. برای کاهش جریان نقد در دست مدیران و سپس کاهش هزینه‌های نمایندگی، جنسن پیشنهاد کرده است که بهتر است مازاد وجه نقد، در قالب سود سهام به سهامداران پرداخت شود و احتمال این‌که این وجوه در پروژه‌های غیر سودآور تلف شود را کاهش می‌دهد. تئوری نمایندگی خاطرنشان می‌سازد که تقسیم سود ممکن است هزینه‌های نمایندگی را بوسیله توزیع جریانات نقدآزاد کاهش دهد، که در غیر این صورت در پروژه‌های غیر سودآور توسط مدیریت خرج می‌شود.

این پژوهش به دنبال بررسی رابطه‌ی بین مالکیت متمرکز و نسبت سودتقسیمی هرسهم[4] درصنایع موادشیمیایی وداروپی عضو بورس اوراق بهادارتهران می‌باشد. مالکیت متمرکز[5] در این این پژوهش به تمرکز حداقل ۱+۵۰ درصد سهام (اکثریت سهام) شرکت در درست ۲ سهامدار عمده اول شرکت اشاره دارد، که بصورت متغیر صفر و یک اندازه‌گیری می‌شود؛ به‌گونه‌ای که اگر بیش از ۱+۵۰ درصد سهام در دست ۲ سهامدار عمده اول قرارداشته باشد، متغیر ۱ و در

[1] -Laporta, et al.
[2]-Easterbrook
[3]-Jensen
[4]-Dividend per share
[5]-Ownership Concentration

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

غیراینصورت مغیر صفررا اتخاذ می‌نماید. در این پژوهش همچنین رابطه‌ی بین متغیرهای دیگری مانند درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی[۱]، جریان نقد آزاد[۲] هر سهم، اهرم مالی[۳]، فرصت‌های رشد آتی[۴] و اندازه شرکت[۵] با نسبت سود تقسیمی هر سهم نیز مورد بررسی قرار گرفته است.

۳- سؤال اصلی پژوهش

این پژوهش در جستجوی پاسخی برای این سؤال است که آیا بین میزان مالکیت متمرکز (اندازه‌گیری شده بوسیله نمرکز بیش از ۱+۵۰ درصد سهام در دست ۲ سهامدار عمده) با میزان تقسیم سود رابطه‌ای وجود دارد؟

۴- مروری برادبیات پژوهش

دو مجموعه فاکتور وجود دارد که روی فعالیت‌های مدیریت اثرگذاراست: اول فاکتورهای داخلی شرکت که مرتبط با تأثیرات متقابل بین مدیریت، هیئت مدیره و سهامداران می‌باشد. دوم فاکتورهای حاکمیت شرکتی خارجی است که نقشی ویژه در حمایت و تشویق حاکمیت شرکتی خوب بازی می‌کند. این فاکتورها شامل قوانین، الزامات و مقررات دولتی و دیگر نهادهای قانون‌گذار مانند بانک‌های مرکزی یا بازار بورس می‌باشد. در شرکت‌های با مالکیت متمرکز، سهامداران عمده بیشتر محتمل به داشتن قدرت کافی برای حمایت از منافعشان و نظارت بر عملکرد شرکت می‌باشند. این سهامداران می‌توانند از قدرت رأیشان برای ایجاد تغییرات ضروری درشرکت ، بسیار آسان‌تر از دیگر سهامداران استفاده نمایند. شرکت‌ها با مالکیت متمرکز معمولاً از سهامداران فعالی ترکیب شده‌اند که کیفیت نظارتی(هدایت) در این شرکت‌ها بالاست. آن‌ها محدودیت‌ها(قیودی) را برای بازداشتن رفتارهای سوء مدیریت جهت بهبود عملکرد ایجاد می‌نمایند. دراین شرکت‌ها، مدیران در بوجودآوردن منافع برای خود با ایجاد استراتژی‌های غیر سودآور، به سبب ترس از آشکارشدن عملکرد نامطلوبشان و در نتیجه اخراجشان، مردد هستند (جیمز و سورف[۶]،۱۹۸۱). ترونگ و هینِی[۷] (۲۰۰۷) طبق پژوهش

[1]-Ownership of institutional investors
[2]-Free cash-Flow
[3]-Leverage
[4]-Tobin's Q
[5]- Size of The firm
[6]- James & Soref
[7]-Truong & Heaney

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

"سهامدار بزرگتر و سیاست تقسیم سود در اطراف دنیا" به بررسی ارتباط بین سهامدار بزرگتر و سیاست تقسیم سود در نمونه‌ای از بین ۸۲۷۹ شرکت ثبت شده در ۳۷ کشور پرداختند.آن‌ها دریافتند که شرکت‌ها بامیزان بیشتر سودآوری، بدهی کم، فرصت‌های محدود سرمایه‌گذاری و زمانی که سهامدار بزرگتر شخص حقیقی نمی‌باشد، بیشتر محتمل به پرداخت سود سهام می‌باشند. در پژوهشی که توسط کوکی و گوئیزانی[1](۲۰۰۹)تحت عنوان "ساختارمالکیت و سیاست تقسیم سود" انجام شد، تأثیر هویت سهامداران روی سیاست تقسیم سود در بخشی از شرکت‌های تونسی از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۱ مورد بررسی قرارگرفت. این پژوهش به این نتیجه رسیده است که شرکت‌های تونسی با مالکیت متمرکز بالا، توزیع سود سهام بیشتری دارند. همچنین این پژوهش نشان داده است که رابطه‌ی بین مالکیت نهادی و سطح توزیع سود منفی و از طرف دیگر رابطه‌ی بین مالکیت دولتی و سطح توزیع سود سهام مثبت می باشد.

همچنین بیان شده که فقط سرمایه‌گذاران عمده یک توجیه اقتصادی برای مورد مداقه قراردادن (نظارت بر)عملکرد مدیران شرکت را دارند. سهامداران بزرگ به افزایش ارزش شرکت، بوسیله جلوگیری مدیران از رفتارهای فرصت‌طلبانه کمک می‌کنند (شلیفر و ویشنی[2]، ۱۹۸۶). یک فاکتورخارجی قابل بحث دیگر که روی حاکمیت شرکتی تأثیرمی‌گذارد، سرمایه‌گذاران نهادی هستند (نجّار[3]، ۲۰۰۸).

مرادی(۱۳۸۶)، درپژوهشی به بررسی نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر کیفیت سود گزارش شده تأثیر دارد پرداخت. بطور کلی نتایج این پژوهش بیانگر وجود یک رابطه‌ی مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سوداست.

حساس‌یگانه و همکاران(۱۳۸۷)، به بررسی پژوهشی تحت عنوان "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت" پرداختند. این پژوهش برای فراهم آوردن شواهدی در ارتباط با نقش سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تأثیر دارد صورت پذیرفته است. بطورکلی نتایج پژوهش بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت بوده، با این وجود نتایج پژوهش بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت بوده است. ناویسی و نایکر[4] (۲۰۰۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت در نیوزلند پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها حاکی از این است که سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه‌های بیشتری برای نظارت بر

[1]-Kouki & Guizani
[2]-Shleifer & Vishney
[3]-Najjar
[4]-Navissi & Naiker

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

مدیریت دارند و بنابراین حضورشان رابطه مثبت با ارزش شرکت خواهد داشت ولی در سطوح بالای مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است هیأت مدیره را به اخذ تصمیمات غیربهینه ترغیب کنند. به عبارت دیگر تملک سهام از طریق سرمایه‌گذاران نهادی در سطوح پایین‌تر مالکیت رابطه‌ی مثبتی با ارزش شرکت دارد. با این وجود با افزایش مالکیت سهام تأثیر آن بر ارزش شرکت منفی می‌شود. در نتیجه ارتباط بین ارزش شرکت و نهادها تا یک سطح مشخص تملک سهام رابطه‌ی مثبت بر ارزش شرکت دارد و مالکیت سهام فراتر ازآن سطح تأثیر منفی بر ارزش خواهدداشت. همچنین هاشمی و اخلاقی(۱۳۸۹) با بررسی ۹۲ شرکت تولیدی عضو بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ رابطه مثبت و معناداری بین اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش شرکت نشان داده‌اند.

گروسمن و هارت[1] (۱۹۸۰) به این نتیجه رسیده‌اند که پرداخت سودسهام، تضادنمایندگی را بوسیله کاهش میزان جریانات نقدی آزاد در دسترس مدیران که لزوماً در جهت حداکثرکردن منافع صاحبان سهام عمل نمی‌کنند، کاهش می دهد. جنسن[2] (۱۹۸۶) به این نتیجه رسیده است که یک شرکت باجریانات نقدی آزاد قابل توجه تمایلی ندارد تا پروژه های سرمایه گذاری با ارزش فعلی خالص منفی اتخاذکند. اگر مدیران میزان سودسهام را افزایش دهند، در صورتی که سایر شرایط همانند و یکسان باشد، آن‌ها میزان جریانات نقدی آزاد را کاهش می دهند که به موجب آن مشکل جریان نقدی آزاد رفع می‌شود. بنابراین پرداخت سود سهام ممکن است به کنترل مشکلات نمایندگی بوسیله رهایی از وجوه نقد اضافی که در غیر این صورت می توانست به پروژه‌های غیر سودآور منجر شود، کمک کند.

گاور و گاور[3] (۱۹۹۳) فرصت‌های رشد را با شاخص فرصت‌های سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری کردند و دریافتند که شرکت‌های رشدیافته، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و همچنین تقسیم سود کمتری نسبت به شرکت‌های در حال رشد دارند.

[1]-Grossman & Hart
[2]-Jensen
[3]-Gaver & Gaver

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

۵- چارچوب نظری:

- **مدل‌های علامت‌دهی یا انعکاسی[1]**

تئوری علامت‌دهی سود سهام بر این اساس استوار است که مدیریت یک شرکت در مورد چشم‌انداز آینده شرکت نسبت به سهامداران شرکت بیشتر می‌داند. بر اساس این تئوری، اگر شرکت سود سهام بیشتری نسبت به آن‌چه توسط بازار پیش‌بینی شده است اظهارکند، این موضوع ممکن است نشانه این باشد که چشم‌انداز مالی آینده شرکت روشن‌تر از مورد انتظار آن است. اگر مدیران یک شرکت تئوری علامت‌دهی را باور داشته باشند، همیشه در مورد پیامی که از تصمیمات شرکت مبتنی بر تقسیم سود به سرمایه‌گذاران می‌رسد، بسیار محتاط خواهندبود. بنابراین حتی اگر شرکت برخی فرصت‌های سرمایه‌گذاری جذّاب داشته باشد که ملزم به نگهداری وجوه برای انجام آن‌ها باشد، و اگر قبول این فرصت‌ها منجر به جلوگیری از پرداخت سود سهام مورد انتظار به سرمایه‌گذاران و ارسال پیام نامساعد به بازار باشد، مدیریت از انجام این سرمایه‌گذاری‌ها صرف نظر می‌کند. بنابراین به نظر می‌رسد اگر شرکتی تصمیمی در زمینه تقسیم سود اتّخاذ کند، آن دسته از سرمایه‌گذاران که سلیقه‌ی آن‌ها هماهنگ با سیاست تقسیم سود شرکت است و آن دسته از سرمایه‌گذاران که این سیاست را به عنوان یک خبر خوب تلقّی می‌کنند، اقدام به خرید سهام می‌کنند و تا زمانی که این سیاست تغییر نکند، سهامدار باقی می‌مانند. در واقع اعلام سود سهام حاوی اطلاعاتی در مورد منظر آینده‌ی شرکت است. بنابراین عکس‌العمل بازار در تاریخ اعلام، آزمونی برای محتوای اطلاعاتی و علامت‌دهی سود سهام است (خوش‌طینت و حاجیان، ۱۳۸۶).

- **سود تقسیمی:**

موضوع سیاست تقسیم سود همواره به عنوان یکی از بحث انگیزترین مباحث مطرح در علم مالیه بوده است. تقسیم سود از دو جنبه بسیار مهم است: از یک نظر تقسیم سود عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت‌ها است. هرقدرسود بیشتری تقسیم گردد، منابع داخلی شرکت به منظور اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری کمتر خواهد شد و نیاز به منابع مالی خارج از شرکت بیشتر می‌شود که این عامل می‌تواند بر قیمت سهام شرکت‌ها در آینده تأثیر داشته باشد. از طرف دیگر بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این‌رو مدیران با هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران همواره باید بین علایق مختلف سهامداران

[1]-Signaling models

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

تعادل برقرارنمایند، تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مورد نیاز برخی از سهامداران را بپردازند. بنابراین تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتّخاذ می‌شود بسیارحساس و بااهمیت است (مهرانی و تالانه، ۱۳۸۱).

- **مالکیت متمرکز:**

نظارت سهامداران عمده ممکن است تأثیر ویژه‌ای روی جنبه‌های مختلف رفتاری شرکت، مانند سودآوری، عملکرد شرکت، سیاست‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب سیاست‌های اجرایی و مالی داشته باشد. در خصوص تأثیرات مفید سهامداران عمده روی مشکلات مربوط به انتقال نمایندگی بین مالکان و مدیران مطالعات زیادی وجوددارد. در واقع مالکان عمده قادر به کاهش این مشکلات می‌باشند. به علت مقدار سرمایه‌گذاریشان آن‌ها دارای انگیزه بهتری برای نظارت بر مدیریت و قدرت بیشتری جهت انجام تصمیمات اثرگذار نسبت به سهامداران جزء و مالکان پراکنده می‌باشند. آن‌ها ممکن است روی تصمیمات عملیاتی شرکت با استفاده از نظارت بر مدیران اثر بگذارند و سبب بهبودانتخاب پروژه‌ها و سطوح سرمایه‌گذاری و کاهش احتمال تلف شدن منابع شوند (بیکر و همکاران[1]، ۲۰۱۰).

- **مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی:**

سرمایه‌گذاران نهادی، به عنوان شاخصی از حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها در نظرگرفته شده‌اند. این بحث بر مبنای این حقیقت است که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند بطور مستقیم روی عملکرد و فعالیت‌های مدیران شرکت و بطور غیرمستقیم نیز از طریق تواناییشان در مبادله سهامشان، اثربگذارند. به‌علاوه نقش دیگر کلیدی آنان، هدایت شرکت‌ها و انتقال اطلاعات به دیگرسهامداران می‌باشد. بر طبق نظرتانگ و نینگ[2] (۲۰۰۴) سرمایه‌گذاران نهادی متفاوت از سرمایه‌گذاران فردی می‌باشند زیرا آن‌ها در هدایت (نظارت)عملکرد مدیران شرکت، بیشترفعال می‌باشند و همچنین آن‌ها بخاطر تواناییشان در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف، آگاه‌تر از دیگران می‌باشند. درصدمالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به میزان سهام در دست سهامداران نهادی مانند بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، مؤسسات سرمایه‌گذاری و... اطلاق گردیده است .

[1]-Becker, et al.
[2]-Tong & Ning

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

- **جریان نقدآزاد:**

مدیر محافظه‌کاری که در جهت افزایش منافع سهامداران تلاش می‌کند، می‌بایست در فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری کند. جدایی مالکیت و مدیریت ممکن است باعث اغوای مدیران شده و مبالغ وجوه مازاد در راه‌هایی مصرف شود که موجب هدردادن منابع شرکت شود. جنسن نظریه نابرابری اطلاعات و نمایندگی را با هم ترکیب کرده و فرضیه جریان نقدآزاد را مطرح کرد که بر اساس آن وجوه باقیمانده پس از تأمین مالی تمامی پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت، باعث بوجودآوردن تضاد میان منافع مدیران وسهامداران می‌شود (اعتمادی وچالاکی، ۱۳۸۲).

- **اهرم مالی:**

اهرم شرکت یک نقش کلیدی در تشریح سیاست تقسیم سود شرکت بازی می‌کند. این‌گونه بیان شده که اهرم بطور منفی با تقسیم سود مرتبط می‌باشد. این به این معنی است که شرکت‌ها با نسبت بدهی کم، بیشتر قادر به توزیع سودسهام می‌باشند. آیوازیان و دیگران[1] (۲۰۰۳) اظهار داشته‌اند که شرکت‌ها با بدهی کمتر در ساختار سرمایه‌شان آرامش مالی بهتری دارند؛ بنابراین قادر به توزیع درآمد به دیگر سهامداران می‌باشند.

- **فرصت‌های رشد:**

فرصت رشد، فرصت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور است. فرصت‌های رشد می‌تواند علامتی مثبت در ارتباط با عملکرد آتی شرکت ایجاد کند و اینگونه مطرح می‌گردد که سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح می‌دهند در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالاتر نسبت به شرکت‌های با فرصت رشد کمتر سرمایه‌گذاری نمایند. شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، منافع سرمایه زیادی را برای سرمایه‌گذاران نهادی به ارمغان می‌آورند و به این دلیل است که سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان پرداخت کنندگان مالیات ترجیح می‌دهند که به منظور کاهش در پرداخت‌های مالیات و اجتناب از مالیات‌دهی مضاعف، در سهام‌های سودآور سرمایه‌گذاری نمایند (نجّار[2]، ۲۰۰۸). جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) به دنبال شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود به این نتیجه رسیدند که هرچه شرکت‌ها از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری برخوردار باشند، پیروی شرکت از سیاست انقباضی تقسیم سود بیشتر

[1]-Aivazian, et al.
[2]-Najjar

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

است و در واقع شرکت‌هایی که فرصت‌هایی را در پیش روی خود دارند تمایل چندانی به توزیع سود ندارند.

- **اندازه شرکت:**

اندازه شرکت یکی دیگر از پارامترهایی است که انتظار می‌رود در توان استقراض و پرداخت سود سهام شرکت نقش مؤثری داشته باشد. بسیاری از مطالعات نشان‌دهنده رابطه مثبت بین اندازه شرکت و تقسیم سود می‌باشد. اسمیت وواتس[1] (۱۹۹۲) شواهدی را ارائه دادند که شرکت‌های با اندازه بزرگترنسبت پرداخت سود سهام بیشتری دارند.

مارش[2] (۱۹۸۲) بیان کرده است که شرکت‌های بزرگ در برابر اعتباردهندگان قدرت چانه‌زنی بیشتری دارند و لذا هزینه صدور بدهی و سهام بطور معکوس با اندازه شرکت ارتباط دارد. به عبارت دیگر اندازه شرکت نشان‌دهنده اطلاعاتی است که سرمایه‌گذاران بیرونی دارند.

۶- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول- بین مالکیت متمرکز و نسبت سود تقسیمی هرسهم رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم- بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و نسبت سودتقسیمی هر سهم رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم- بین جریان نقدآزاد هر سهم (FCF) و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم- بین اهرم مالی و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه پنجم- بین فرصت‌های رشد آتی (Tobin's Q) و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ششم- بین اندازه شرکت و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه معناداری وجود دارد.

۷- متغیرهای پژوهش ونحوه‌ی اندازه‌گیری آن‌ها:

متغیرهای مستقل در این پژوهش، مالکیت سهامداران عمده(مالکیت متمرکز)، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، جریان نقد آزاد هر سهم، اهرم مالی، فرصت‌های رشد آتی، اندازه شرکت

[1]-Smith & Watts
[2]-Marsh

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

و متغیر وابسته نیز سود تقسیمی هر سهم می‌باشد که نحوه‌ی اندازه‌گیری آن‌ها بصورت جدول زیر است:

جدول۱- متغیرهای پژوهش و نحوه‌ی اندازه‌گیری متغیرها

سودسهام پرداخت‌شده به سهامداران تقسیم بر تعدادسهام در جریان	**سودتقسیمی هر سهم**
یک متغیرفرضی است که اگرحداقل۱+۵۰ درصد سهام در دست ۲ سهامدار عمده اول باشدمتغیر ۱ و در غیر اینصورت مقدار صفر را اتّخاذ می‌کند.	**مالکیت متمرکز**
درصد سهام نگهداری شده بوسیله سرمایه‌گذاران نهادی، مانند بانک‌ها، مؤسسات بیمه، صندوق‌های بازنشستگی و...	**مالکیت نهادی**
هزینه استهلاک+(نرخ مالیات-۱)سودقبل از بهره و مالیات افزایش در سرمایه در گردش خالص- مخارج سرمایه‌ای- تعدادسهام درجریان	**= جریان نقدآزاد هر سهم**
بدهی بلندمدت تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	**اهرم مالی**
نسبت کیوتوبین ساده می‌باشدکه از تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.	**فرصت‌های رشد آتی**
لگاریتم مجموع فروش‌های سالانه	**اندازه شرکت**

۸- جامعه و نمونه‌ی آماری

در این پژوهش شرکت‌های عضوصنایع موادشیمیایی وداورویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به عنوان جامعه آماری انتخاب شده اند. از بین این شرکت‌ها، شرکت‌هایی که واجد شرایط ذیل باشند را انتخاب کرده‌ایم که در نهایت ۳۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند.

۱. شرکت مزبور قبل از سال ۱۳۸۱ مورد پذیرش قرار گرفته باشد.
۲. پایان دوره مالی شرکت مزبور ۲۹ اسفند هر سال باشد.
۳. شرکت مزبور در دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد.
۴. داده‌های مورد نظرشرکت مزبور در دسترس باشد.

۹- روش پژوهش

از آن‌جایی که این پژوهش به دنبال بررسی رابطه‌ی بین متغیرهای مستقل مالکیت متمرکز، درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، جریان نقد آزاد، اهرم مالی، فرصت‌های رشدآتی،

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

اندازه شرکت، با متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی هر سهم می‌باشد، روش پژوهش جهت انجام مطالعه مورد نظر، از نوع همبستگی می‌باشد و برای آزمون ارتباط بین این متغیرها از رگرسیون ساده و چندمتغیره استفاده شده است.

برای آزمون فرضیات از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$Div_{it} = \alpha + b_{1i} FCF_{it} + b_{2i} Lev_{it} + b_{3i} Q_{it} + b_{4i} Size_{it} + b_{5i} Inst_{it} + b_{6i} Maj_{it} + \varepsilon_{it}$$

B_{ni}= ضریب رگرسیون
DIV= سود تقسیمی هر سهم
FCF= جریان نقد آزاد هر سهم
Lev= اهرم مالی
Q= فرصت‌های رشد
SIZE= اندازه شرکت
INST= درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی
MAJ= تمرکز اکثریت سهام در دست ۲ سهامدار عمده اول
ε= خطاهای باقیمانده شرکت

۱۰- روش گردآوری داده‌ها و قلمرو مکانی و زمانی

داده‌های مورد نیاز از طریق مشاهده و بررسی اسناد و مدارک شامل اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها جمع‌آوری گردیده است. در این پژوهش برای تدوین ادبیات و پیشینه‌ی پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها، مندرج در سایت سازمان بورس و نرم افزار ره‌آورد نوین، بهره گرفته شده است. این پژوهش بر روی صنایع مواد شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است و دوره زمانی موردنظر از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا انتهای سال ۱۳۸۷، جمعاً ۷ سال می‌باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

۱۱- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش از ضریب همبستگی پیرسون و رگرسیون چند متغیره برای تحلیل داده‌ها استفاده شده است. داده‌های اولیه در قالب فایل‌هایی در نرم افزار صفحه گسترده Excel طراحی و تکمیل گردید و سپس به منظور تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات حاصله، از نرم‌افزار SPSS استفاده شده است.

۱۲- آزمون کولموگروف- اسمیرنوف (آزمون نرمال بودن داده‌ها)[1]:

H_0: داده‌ها نرمال است.

H_1: داده‌ها نرمال نیست.

جدول۲: آزمون نرمال بودن داده‌ها

تعداد	سطح معنی‌داری	H_0
۲۴۵	۰.۲۷۵	تأیید می‌شود

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

همان‌گونه که در جدول ۲ مشاهده می‌شود چون سطح معناداری برابر ۰.۲۷۵ و بیشتر از سطح معناداری ۰.۰۵ می‌باشد پس در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض H_0 تأیید می‌شود یعنی داده‌ها نرمال می‌باشند و می‌توان از رگرسیون برای آزمون فرضیات استفاده نمود.

۱۳- نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها:

- **نتیجه حاصل از آزمون فرضیه اول:**

H_0 : بین مالکیت متمرکز و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.

H_1: بین مالکیت متمرکز و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه معادله رگرسیون ۲ متغیره زیر را برآورد می‌کنیم:

$$1)\ Div = \alpha + \beta\ Maj + \varepsilon$$

[1]- Colmogorov -Smirnov Test

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

جدول۳- همبستگی بین مالکیت متمرکز و نسبت سود تقسیمی هر سهم

معادله رگرسیون	متغیرمستقل	متغیر وابسته	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	سطح معنی‌داری	دوربین- واتسون	H_0
۱	مالکیت متمرکز	سودتقسیمی	۰.۴۱۱	۰.۱۶۹	۰.۰۰۰	۱.۹۹۶	رد می‌شود

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

باتوجه به نتایج حاصل از جدول ۳ از آن‌جا که سطح معناداری کمتر از سطح معناداری ۰.۰۵ می‌باشد بنابراین فرضیه H_0 رد و H_1 تأیید می‌شود و با توجه به ضریب همبستگی ۰.۴۱۱ ، در سطح اطمینان۹۵٪ بین مالکیت متمرکز و نسبت سود تقسیمی هر سهم در صنایع مواد شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. ضریب تعیین برابر با ۰.۱۶۹ می‌باشد یعنی متغیر مالکیت متمرکز به تنهایی می‌تواند به اندازه ۰.۱۶۹ از تغییرات متغیر وابسته (سودتقسیمی) را بیان نماید.

- **نتیجه حاصل از آزمون فرضیه دوم:**

H_0 : بین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.

H_1: بین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه معادله رگرسیون ۲ متغیره زیر را برآورد می‌کنیم:

$$2)\ Div = \alpha + \beta\ Inst + \varepsilon$$

جدول۴- همبستگی بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و نسبت سود تقسیمی هر سهم

معادله رگرسیون	متغیرمستقل	متغیر وابسته	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	سطح معنی- داری	دوربین- واتسون	H_0
۲	مالکیت نهادی	سودتقسیمی	۰.۳۷۸	۰.۱۴۳	۰.۰۰۰	۲.۱۱۳	رد می‌شود

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

با توجه به نتایج حاصل از جدول۴ از آن‌جا که سطح معناداری کمتر از سطح معناداری ۰.۰۵ می‌باشد بنابراین فرضیه H_0 رد و H_1 تأیید می‌شود و با توجه به ضریب همبستگی ۰.۳۷۸، در سطح اطمینان۹۵٪ بین مالکیت نهادی و نسبت سود تقسیمی هر سهم در صنایع مواد شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. ضریب تعیین برابر با ۰.۱۴۳ می‌باشد یعنی متغیر مالکیت نهادی به تنهایی می‌تواند به اندازه ۰.۱۴۳ از تغییرات متغیر وابسته (سودتقسیمی) را بیان نماید.

- **نتیجه حاصل از آزمون فرضیه سوم:**

H_0 : بین جریان نقد آزاد هر سهم (FCF) و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.

H_1: بین جریان نقد آزاد هر سهم (FCF) و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه معادله رگرسیون ۲ متغیره زیر را برآورد می‌کنیم:

$$3)\ Div = \alpha + \beta\ FCF + \varepsilon$$

جدول۵- همبستگی بین جریان نقد آزاد هر سهم و نسبت سود تقسیمی هر سهم

معادله رگرسیون	متغیرمستقل	متغیر وابسته	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	سطح معنی-داری	دوربین-واتسون	H_0
۳	جریان نقد آزاد	سودتقسیمی	۰.۴۷۹	۰.۲۲۹	۰.۰۰۰	۱.۸۶۲	رد می‌شود

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

با توجه به نتایج حاصل ازجدول ۵ از آن‌جا که سطح معناداری کمتر از سطح معناداری ۰.۰۵ می‌باشد بنابراین فرضیه H_0 رد و H_1 تأیید می‌شود و با توجه به ضریب همبستگی۰.۴۷۹، در سطح اطمینان۹۵٪ بین جریان نقد آزاد و نسبت سود تقسیمی هرسهم درصنایع موادشیمیایی و دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. ضریب تعیین برابر با ۰.۲۲۹ می‌باشد یعنی متغیر جریان نقد آزاد به تنهایی می‌تواند به اندازه ۰.۲۲۹ از تغییرات متغیر وابسته (سودتقسیمی) را بیان نماید.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

- **نتیجه حاصل از آزمون فرضیه چهارم**:

H_0: بین اهرم مالی و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.

H_1: بین اهرم مالی و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه معادله رگرسیون ۲ متغیره زیر را برآورد می‌کنیم.

$$4)\ Div = \alpha + \beta\ Lev + \varepsilon$$

جدول۶- همبستگی بین اهرم مالی و نسبت سود تقسیمی هر سهم

معادله رگرسیون	متغیرمستقل	متغیر وابسته	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	سطح معنی-داری	دوربین-واتسون	H_0
۴	اهرم مالی	سودتقسیمی	-۰.۳۰۳	۰.۰۹۲	۰.۰۰۰	۱.۹۹۱	رد می‌شود

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

با توجه به نتایج حاصل ازجدول ۶ ازآن‌جا که سطح معناداری کمتر از سطح معناداری۰.۰۵ می‌باشد بنابراین فرضیه H_0 رد و H_1 تأیید می‌شود و با توجه به ضریب همبستگی ۰.۳۰۳-، در سطح اطمینان۹۵٪ بین اهرم مالی و نسبت سود تقسیمی هر سهم در صنایع مواد شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معنادار وجوددارد. ضریب تعیین برابر با ۰.۰۹۲ می‌باشد یعنی متغیر اهرم مالی به تنهایی می‌تواند به اندازه ۰.۰۹۲ ازتغییرات متغیر وابسته (سودتقسیمی) را بیان نماید.

- **نتیجه حاصل از آزمون فرضیه پنجم**:

H_0 : بین فرصت‌های رشد آتی و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1: بین فرصت‌های رشد آتی و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه معناداری وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه معادله رگرسیون ۲ متغیره زیررابرآورد می‌کنیم:

$$5)\ Div = \alpha + \beta\ Q + \varepsilon$$

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

جدول ۷- همبستگی بین فرصت‌های رشدو نسبت سودتقسیمی هرسهم

معادله رگرسیون	متغیرمستقل	متغیر وابسته	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	سطح معنی-داری	دوربین-واتسون	H_0
۵	فرصت‌های رشد	سودتقسیمی	-۰.۳۲۰	۰.۱۰۲	۰.۰۰۰	۱.۸۶۶	رد می‌شود

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

باتوجه به نتایج حاصل ازجدول ۷ ازآن‌جا که سطح معناداری کمتراز سطح معناداری ۰.۰۵ می‌باشد بنابراین فرضیه H_0 رد و H_1 تأیید می‌شود و با توجه به ضریب همبستگی ۰.۳۲۰-، در سطح اطمینان۹۵٪ بین فرصت‌های رشد و نسبت سود تقسیمی هر سهم در صنایع مواد شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معنادار وجوددارد. ضریب تعیین برابر با ۰.۱۰۲ می‌باشد یعنی متغیر فرصت‌های رشد به تنهایی می‌تواند به اندازه ۰.۱۰۲ از تغییرات متغیر وابسته (سودتقسیمی) را بیان نماید.

- **نتیجه حاصل از آزمون فرضیه ششم:**

H_0 : بین اندازه شرکت و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1: بین اندازه شرکت و نسبت سود تقسیمی هر سهم رابطه معناداری وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه معادله رگرسیون ۲ متغیره زیر را برآورد می‌کنیم:

$$6)\ Div = \alpha + \beta\ Size + \varepsilon$$

جدول۸- همبستگی بین اندازه شرکت و نسبت سودتقسیمی هرسهم

معادله رگرسیون	متغیرمستقل	متغیر وابسته	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	سطح معنی-داری	دوربین-واتسون	H_0
۶	اندازه شرکت	سودتقسیمی	۰.۴۰۵	۰.۱۶۴	۰.۰۰۰	۲.۰۹۹	رد می‌شود

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

با توجه به نتایج حاصل از جدول ۸ ازآن‌جا که سطح معناداری کمتر از سطح معناداری ۰.۰۵ می‌باشد بنابراین فرضیه H_0 رد و H_1 تأیید می‌شود و با توجه به ضریب همبستگی۰.۴۰۵، در سطح اطمینان۹۵٪ بین اندازه شرکت و نسبت سود تقسیمی هر سهم در صنایع مواد شیمیایی و دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. ضریب تعیین برابر با ۰.۱۶۴ می‌باشد یعنی متغیر اندازه شرکت به تنهایی می‌تواند به اندازه ۰.۱۶۴ از تغییرات متغیر وابسته (سودتقسیمی) را بیان نماید.

تعیین صحت مدل‌های رگرسیون وبررسی تأثیرمدل ارائه شده:

با مشخص کردن مقدارهای دوربین واتسون برای هر معادله رگرسیون به این نتیجه رسیده‌ایم که برای تمامی متغیرها ۱.۵<Durbin-Watson<۲.۵ قرار دارد و خطاها مستقل می‌باشند.

آزمون معنادار بودن معادلات رگرسیون ۲ متغیره:

در این بخش معناداری معادلات رگرسیون بوسیله تحلیل واریانس مورد آزمون قرار می‌گیرد که به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۹: ANOVA [g]

معادلات رگرسیون ۲متغیره		مجموع مجذورات	درجه آزادی	میانگین مجذورات	آماره F	سطح معناداری
۱	رگرسیون	۲۱۰۹۰۰۶۳	۱	۲۱۰۹۰۰۶۲.۷۰	۴۹.۴۲۲	(a)۰.۰۰۰
	باقیمانده ها	۱.۰۴E+۰۸	۲۴۳	۴۲۶۷۳۸.۳۳۶		
	کل	۱.۲۵E+۰۸	۲۴۴			
۲	رگرسیون	۱۷۷۹۹۱۷۰	۱	۱۷۷۹۹۱۶۹.۵۴	۴۰.۴۲۷	(b)۰.۰۰۰
	باقیمانده ها	۱.۰۷E+۰۸	۲۴۳	۴۴۰۲۸۱.۱۰۶		
	کل	۱.۲۵E+۰۸	۲۴۴			
۳	رگرسیون	۲۸۶۰۶۸۳۴	۱	۲۸۶۰۶۸۳۴.۱۱	۷۲.۲۷۵	(c)۰.۰۰۰
	باقیمانده ها	۹۶۱۸۰۶۴۴	۲۴۳	۳۹۵۸۰۵.۱۲۰		
	کل	۱.۲۵E+۰۸	۲۴۴			

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

۴	رگرسیون	۱۱۴۷۵۸۲۵	۱	۱۱۴۷۵۸۲۵.۲۹	۲۴.۶۱۰	(d)۰.۰۰۰
	باقیمانده ها	۱.۱۳E+۰۸	۲۴۳	۴۶۶۳۰۳.۰۹۹		
	کل	۱.۲۵E+۰۸	۲۴۴			
۵	رگرسیون	۱۲۷۶۷۲۵۷	۱	۱۲۷۶۷۲۵۷.۲۷	۲۷.۶۹۵	(e)۰.۰۰۰
	باقیمانده ها	۱.۱۲E+۰۸	۲۴۳	۴۶۰۹۸۸.۵۶۴		
	کل	۱.۲۵E+۰۸	۲۴۴			
۶	رگرسیون	۲۰۴۸۲۹۰۲	۱	۲۰۴۸۲۹۰۱.۷۷	۴۷.۷۱۹	(f)۰.۰۰۰
	باقیمانده ها	۱.۰۴E+۰۸	۲۴۳	۴۲۹۲۳۶.۹۴۱		
	کل	۱.۲۵E+۰۸	۲۴۴			

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

(a):پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، ،مالکیت متمرکز
(b):پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، مالکیت نهادی
(c):پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم
(d):پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، اهرم مالی
(e):پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، فرصت‌های رشد
(f):پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیر ثابت)، اندازه شرکت
(g):متغیروابسته: نسبت سود تقسیمی هر سهم

همان‌گونه که در جدول۹ مشاهده می‌شود، سطح معناداری تمامی معادلات ۲ متغیره از سطح معناداری ۰.۰۵ کمتر می‌باشد؛ بنابراین تمامی معادلات رگرسیون معنادار می‌باشند.

۱۴- مدل رگرسیون چند متغیره (به روش گام‌به‌گام) و ارائه مدل بهینه پیش‌بینی تقسیم سود:

از آن‌جایی که معادلات رگرسیونی ۲ متغیره بالا به تنهایی قادر به پیش‌بینی تقسیم سود نمی‌باشد، در این قسمت به دنبال بدست آوردن یک مدل بهینه کلی برای پیش‌بینی تقسیم سود می‌باشیم. به ترتیب متغیرها را وارد مدل می‌کنیم. ۶ مدل بیان می‌شودکه در نهایت مدل

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

آخر (مدل۶) که شامل تمامی متغیرها می‌باشد به عنوان مدل بهینه برای پیش‌بینی تقسیم سود بیان گردیده است.

جدول ۱۰: متغیرهای وارد شونده به مدل

مدل رگرسیون چند متغیره	متغیرهای وارد شونده	روش
۱	جریان نقد آزاد	گام به گام
۲	اندازه شرکت	گام به گام
۳	مالکیت متمرکز	گام به گام
۴	مالکیت نهادی	گام به گام
۵	اهرم مالی	گام به گام
۶	فرصت‌های رشد	گام به گام

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

دراین بخش با استفاده از رگرسیون گام‌به‌گام، ضریب تعیین پس از ورود هر یک از متغیرها در جدول خلاصه مدل نشان داده شده است.

جدول۱۱:خلاصه مدل[g]

مدل رگرسیون چند متغیره	R	R^2	R^2تعدیل شده	انحراف استاندارد تخمینی	آماره دوربین-واتسون
۱	[a]۰.۴۷۹	۰.۲۲۹	۰.۲۲۶	۶۲۹.۱۳۰۴۵	
۲	[b]۰.۵۷۸	۰.۳۳۴	۰.۳۲۹	۵۸۵.۸۴۴۵۹	
۳	[c]۰.۶۳۳	۰.۴۰۱	۰.۳۹۳	۵۵۶.۹۷۶۴۹	
۴	[d]۰.۶۵۱	۰.۴۲۴	۰.۴۱۴	۵۴۷.۳۱۲۶۴	
۵	[e]۰.۶۶۸	۰.۴۴۶	۰.۴۳۵	۵۳۷.۷۸۲۲۰	
۶	[f]۰.۶۷۹	۰.۴۶۰	۰.۴۴۷	۵۳۱.۸۵۶۳۱	۱.۸۹۲

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

(a): پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیرثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم

(b): پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیرثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم، اندازه شرکت

(c): پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیرثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم، اندازه شرکت، مالکیت متمرکز

(d): پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیرثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم، اندازه شرکت، مالکیت متمرکز، مالکیت نهادی

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

(e): پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیرثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم، اندازه شرکت، مالکیت متمرکز، مالکیت نهادی، اهرم مالی

(f): پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیرثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم، اندازه شرکت، مالکیت متمرکز، مالکیت نهادی، اهرم مالی، فرصت رشد

(g): متغیروابسته: سود تقسیمی هر سهم

همان‌گونه که درجدول ۱۱ مشاهده می‌شود، درمرحله اول ضریب تعیین برابر با ۰.۲۲۹ می‌باشد؛ به این معنا که متغیر جریان نقد آزاد به تنهایی می‌تواند به اندازه ۰.۲۲۹ از تغییرات متغیر وابسته(سود تقسیمی هرسهم) را تبیین نماید. با اضافه شدن متغیر اندازه شرکت، ضریب تعیین به ۰.۳۳۴ افزایش پیداکرده است. به همین ترتیب با واردشدن دیگر متغیرها(مالکیت متمرکز، مالکیت نهادی، اهرم مالی و فرصت‌های رشد) ضریب تعیین افزایش و به ۰.۴۶۰رسیده است. در نتیجه با واردشدن همه‌ی متغیرها ضریب تعیین قادر است پیش‌بینی بهتری را ارائه نماید.

درنتیجه مدل رگرسیون بهینه(مدل۶) به شرح زیرخواهدبود:

$$Div_{it} = \alpha + \beta_{1i} FCF_{it} + \beta_{2i} Size_{it} + \beta_{3i} Maj_{it} + \beta_{4i} Inst_{it} + \beta_{5i} Lev_{it} + \beta_{6i} Q_{it} + \varepsilon_{it}$$

DIV= سودتقسیمی هرسهم

FCF = جریان نقدآزادهرسهم

SIZE= اندازه شرکت

MAJ = تمرکزاکثریت سهام دردست۲ سهامدارعمده اول

INST= درصدمالکیت سرمایه‌گذاران نهادی

Lev = اهرم مالی

Q= فرصت‌های رشد

ε = خطاهای باقیمانده شرکت

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

آزمون معناداربودن مدل‌های رگرسیون چند متغیره:

جدول۱۲:[g] ANOVA

مدل رگرسیون چند متغیره		مجموع مجذورات	درجه آزادی	میانگین مجذورات	آماره F	سطح معناداری
۱	رگرسیون	۲۸۶۰۶۸۳۴	۱	۲۸۶۰۶۸۳۴.۱۱	۷۲.۲۷۵	(a)۰.۰۰۰
	باقیمانده ها	۹۶۱۸۰۶۴۴	۲۴۳	۳۹۵۸۰۵.۱۲۰		
	کل	۱.۲۵E+۰۸	۲۴۴			
۲	رگرسیون	۴۱۷۲۹۷۱۸	۲	۲۰۸۶۴۸۵۸.۹۸	۶۰.۷۹۳	(b)۰.۰۰۰
	باقیمانده ها	۸۳۰۵۷۷۶۰	۲۴۲	۳۴۳۲۱۳.۸۸۶		
	کل	۱.۲۵E+۰۸	۲۴۴			
۳	رگرسیون	۵۰۰۲۳۷۸۱	۳	۱۶۶۷۴۵۹۳.۵۹	۵۳.۷۵۰	(c)۰.۰۰۰
	باقیمانده ها	۷۴۷۶۳۶۹۸	۲۴۱	۳۱۰۲۲۲.۸۱۱		
	کل	۱.۲۵E+۰۸	۲۴۴			
۴	رگرسیون	۵۲۸۹۵۲۰۸	۴	۱۳۲۲۳۸۰۱.۹۶	۴۴.۱۴۵	(d)۰.۰۰۰
	باقیمانده ها	۷۱۸۹۲۲۷۱	۲۴۰	۲۹۹۵۵۱.۱۲۷		
	کل	۱.۲۵E+۰۸	۲۴۴			
۵	رگرسیون	۵۵۶۶۶۳۶۱	۵	۱۱۱۳۳۲۷۲.۲۲	۳۸.۴۹۶	(e)۰.۰۰۰
	باقیمانده ها	۶۹۱۲۱۱۱۷	۲۳۹	۲۸۹۲۰۹.۶۹۵		
	کل	۱.۲۵E+۰۸	۲۴۴			
۶	رگرسیون	۵۷۴۶۴۱۴۸	۶	۹۵۷۷۳۵۷.۹۱۸	۳۳.۸۵۸	(f)۰.۰۰۰
	باقیمانده ها	۶۷۳۲۳۳۳۱	۲۳۸	۲۸۲۸۷۱.۱۳۸		
	کل	۱.۲۵E+۰۸	۲۴۴			

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

(a):پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیرثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم

(b):پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیرثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم، اندازه شرکت

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

(c): پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیرثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم، اندازه شرکت، مالکیت متمرکز

(d):پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیرثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم، اندازه شرکت، مالکیت متمرکز، مالکیت نهادی

(e):پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیرثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم، اندازه شرکت، مالکیت متمرکز، مالکیت نهادی، اهرم مالی

(f):پیش‌بینی‌کننده‌ها: (متغیرثابت)، جریان نقد آزاد هر سهم، اندازه شرکت، مالکیت متمرکز، مالکیت نهادی، اهرم مالی، فرصت رشد

(g):متغیروابسته: سود تقسیمی هر سهم

همان‌گونه که در جدول۱۲ مشاهده می‌شود، سطح معناداری تمامی مدل‌های رگرسیون چندمتغیره از سطح معناداری ۰.۰۵ کمتر می‌باشد؛ بنابراین تمامی مدل‌های رگرسیون چندمتغیره معنادار می‌باشند.

ارائه مدل بهینه با توجه به مدل۶ (آزمونt)

همان‌گونه که مشاهده شد مدل بهینه، مدل شماره۶ می‌باشدکه ضریب تعیین بیشتری نسبت به مدل‌های قبل از خود دارد. در واقع زمانی که همه متغیرها در کنار همدیگر قرار می‌گیرند می‌توانند پیش‌بینی دقیق‌تری از میزان تقسیم سود ارائه نمایند و مدل بهینه در این پژوهش مدل شماره ۶ می‌باشد.جدول ضرایب مدل رگرسیون بهینه درزیرارائه گردیده است:

جدول۱۳:جدول ضرایب مدل شماره ۶

مدل رگرسیون۶	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	VIF
	ضریب متغیرها	انحراف استاندارد	بتا			
متغیر ثابت	-۱۹۱۰.۴۴۴	۸۲۳.۷۲۹		-۲.۳۱۹	۰.۰۲۱	
جریان نقد آزاد هر سهم	۰.۳۰۴	۰.۰۴۵	۰.۳۳۹	۶.۷۹۸	۰.۰۰۰	1.100
اندازه شرکت	۲۰۵.۷۳۰	۷۲.۴۴۵	۰.۱۵۸	۲.۸۴۰	۰.۰۰۵	1.367
مالکیت متمرکز	۳۰۷.۷۶۷	۸۳.۰۶۸	۰.۱۹۲	۳.۷۰۵	۰.۰۰۰	1.187
مالکیت نهادی	۳.۹۶۷	۱.۱۲۵	۰.۱۸۸	۳.۵۲۶	۰.۰۰۱	1.251
اهرم مالی	-۹۸.۳۶۸	۳۶.۱۱۱	-۰.۱۳۹	-۲.۷۲۴	۰.۰۰۷	1.142
فرصت رشد	-۳۲.۹۳۹	۱۳.۰۶۶	-۰.۱۳۱	-۲.۵۲۱	۰.۰۱۲	1.196

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

بنابراین مدل رگرسیونی بهینه بصورت زیر نوشته می‌شود:

$$DIV = -۱۹۱۰.۴۴۴ + ۰.۳۰۴\,FCF + ۲۰۵.۷۳\,SIZE + ۳۰۷.۷۶۷\,MAJ + ۳.۹۶۷\,INST - ۹۸.۳۶۸\,LEV - ۳۲.۹۳۹\,Q$$

همچنین نتایج حاصل ازجدول ۱۳ نشان می‌دهد که ضریب VIF مربوط به متغیرهای وارد شده در مدل نهایی، حاکی از آن است که تغییر عمده‌ای در این ضریب نسبت به عدد یک، ایجاد نشده است و هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل نهایی وجود ندارد.

۱۵- نتایج حاصل از پژوهش:

۱- همان‌گونه که نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد بین مالکیت متمرکز و نسبت تقسیم سود رابطه مثبتی وجود دارد. نتیجه حاکی از این است که شرکت‌های صنایع موادشیمیایی وداورویی ایران دارای ماکیت متمرکز بالایی می‌باشند به نحوی که اکثریت سهام شرکت‌ها در دست ۲ سهامدار عمده اول قرار دارد. بنابراین در شرکت‌های نمونه‌ی این پژوهش که اکثریت سهام در دست ۲ سهامدار عمده اول قرار داشته، میزان تقسیم سود بیشتر بوده است. هنسن و هیل[1] (۱۹۹۱) بیان کرده‌اند که شرکت‌ها با مالکیت متمرکز عموماً، سهامداران بزرگی دارند که مبالغ اساسی سهام شرکت را در اختیاردارند. چنین سهامداران بزرگی، مقادیر سرمایه‌گذاری ویژه‌ای در شرکت دارند و علاقه‌مند به افزایش ارزش دارایی‌هایشان در شرکت می‌باشند. سهامداران با مبالغ بالای سهام می‌توانند قدرت رأی خود و همچنین تصمیمات استراتژیک مهمی در شرکت اعمال نمایند.

سهامداران عمده می‌توانند روی عملکرد شرکت و رفتار مدیریت به منظور حمایت از سرمایه‌شان نظارت کنند(آلچین و دمتز[2]، ۱۹۷۲). نتیجه‌ی حاصل ازآزمون فرضیه اول،مشابه بانتیجه‌ی پژوهش کوکی و گوئیزانی[3] (۲۰۰۹) می‌باشد؛ آن‌ها به این نتیجه رسیده بودند که شرکتهای با مالکیت متمرکز بالا، توزیع سود سهام بیشتری دارند.

[1]-Hansen & Hill
[2]- Alchain & Demetz
[3]-Kouki & Guizani

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

۲- نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و میزان پرداخت سود سهام رابطه مثبتی وجوددارد. و این به این معنی است که هر چه درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی مانند بانک‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه و...در شرکت‌های نمونه بالاتر بوده، میزان پرداخت سود سهام بیشتر بوده است. ماگ[1] (۱۹۹۸) این‌گونه بیان کرده است که هر چه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود و این ارتباط یک ارتباط مثبت است.

سرمایه‌گذاران نهادی متفاوت از سرمایه‌گذاران فردی می‌باشند زیرا آن‌ها در هدایت (نظارت) عملکرد مدیران شرکت، بیشتر فعال می‌باشند و همچنین آن‌ها بخاطر توانایی شان در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف، آگاه‌تر از دیگران می‌باشند. اُزکان[2] (۲۰۰۶) نیز بیان کرده است که سرمایه‌گذاران نهادی از آن‌جا که تعداد سهام بیشتری نگهداری می‌کنند و مبالغ بیشتری از وجوه سرمایه‌گذاری را در اختیاردارند، متفاوت از بقیه می‌باشند. بنابراین سرمایه‌گذاران نهادی نقشی کلیدی در هدایت شرکت به عهده دارند و این بخاطر منافعی است که از این نظارت می‌برند که این منافع از مخارج مربوط به آن بیشتر می‌باشد. جنسن[3] (۱۹۸۶) نیز بیان کرده است که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند در کاهش هزینه‌های نمایندگی و نظارت کارا روی عملکرد شرکت کمک کنند.

۳- نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم رابطه مثبتی بین جریان نقد آزاد هر سهم و نسبت تقسیم سود بین سهامداران را نشان می‌دهد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت هر چه میزان جریان نقد آزاد در شرکت‌ها بیشتر بوده است، شرکت‌ها میزان پرداخت سود سهام بیشتری داشته‌اند. همان‌گونه که در پژوهش های گذشته بیان شده مدیر محافظه‌کاری که در جهت افزایش منافع سهامداران تلاش می‌کند، می‌بایست در فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری کند. جدایی مالکیت و مدیریت ممکن است باعث اغوای مدیران شده و مبالغ وجوه مازاد در راه‌هایی مصرف شود که موجب هدر دادن منابع شرکت شود (اعتمادی و چالاکی، ۱۳۸۲). مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران باید سود نقدی مورد نیاز سهامداران را بپردازند. افزایش ثروت سهامداران به عنوان مهمترین هدف مدیریت مالی مطرح می‌باشد. از این‌رو مدیران از پرداخت سود نقدی به سهامداران به عنوان وسیله‌ای جهت نیل به این هدف استفاده می‌کنند(کوالسکی و همکاران[4]، ۲۰۰۷). بر طبق نظرجنسن[1] (۱۹۸۶)، شرکت ها با جریان نقد

[1]-Maug
[2]-Ozkan
[3]-Jensen
[4]-Kowalewski, et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

آزاد اساسی، گرایش به داشتن هزینه‌های نمایندگی بالایی دارند. وجود جریان نقد آزاد ممکن است منجر به این امر شود که مدیران متقبل پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیر بهینه‌ای گردند. برای کاهش جریان نقد در دست مدیران و سپس کاهش هزینه‌های نمایندگی، جنسن پیشنهادکرده است که بهتراست مازاد وجه نقد، در قالب سود سهام به سهامداران پرداخت شود و احتمال این‌که این وجوه در پروژه‌های غیر سودآور تلف شود را کاهش می‌دهد.

۴- نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم نشان داده است که بین اهرم مالی و میزان تقسیم سود رابطه منفی وجود دارد. در نتیجه می‌توان نتیجه گرفت بالاتر بودن اهرم مالی سبب کاهش میزان تقسیم سود می‌شود. شرکت‌ها با داشتن بدهی کمتر، بیشتر می‌توانند وجوه خود را در قالب سود سهام به سهامداران پرداخت نمایند. از طرفی همانگونه که می‌دانیم تأمین کنندگان منابع مالی شرکت نیز بر عملکرد شرکت نظارت می‌نمایند تا بتوانند از بازپرداخت وجوه به خود اطمینان حاصل نمایند. بنابراین ممکن است از طرف این گروه محدودیت‌هایی در توزیع سود برای شرکت اعمال شود. بنابراین بالابودن اهرم سبب کاهش میزان پرداخت سود به سهامداران می‌شود. نتایج این پژوهش همچنین از اظهارات جنسن، ژُلبرگ و زُرن[۲] (۱۹۹۲)حمایت می‌کند همان‌گونه که بیان نموده‌اند که اگر اهرم بالا باشد، پرداخت سودسهام کمتر خواهدشد.

۵- نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم، رابطه‌ای منفی بین مجموعه فرصت‌های رشد شرکت و میزان تقسیم سود نشان داده است. بنابراین می‌توان بیان کرد که بالابودن فرصت‌های رشد به دلیل تمایل مدیران در انجام سرمایه‌گذاری‌های با ارزش خالص فعلی مثبت، سبب کاهش میزان تقسیم سود بین سهامداران می‌گردد. بر طبق تئوری قراردادی، شرکت‌ها با فرصت‌های رشد بالا یا مجموعه سرمایه‌گذاری بالاتر، کمتر محتمل به پرداخت سود سهام می‌باشند(گول[۳]، ۱۹۹۹). همچنین طبق یافته‌های گاور و گاور[۴] (۱۹۹۳)، انتظار می‌رود که فرصت‌های رشد با بدهی کمتر و پرداخت کمتر سود سهام، مرتبط باشند. آن‌ها دریافته‌اند که شرکت‌های رشد یافته، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و همچنین تقسیم سود کمتری نسبت به شرکت‌های در حال رشد دارند.

۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم نشان داده است که بین اندازه شرکت و میزان پرداخت سود به سهامداران رابطه مثبتی وجوددارد. شرکتی که از نظر حجم فروش و میزان دارایی‌ها، شرکت بزرگی محسوب شود، از نظر اعتباردهندگان نیز شرکتی است که توانایی

---

[1]-Jensen
[2]-Jensen, Solberg & Zorn
[3]-Gul
[4]-Gaver & Gaver

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

وثیقه‌گذاری بالایی در قبال اخذ بدهی دارد و از نظر توانایی بازپرداخت اصل و بهره بدهی نیز با توجه به فروش بالا و سودآوری آتی مشکلی نخواهد داشت. اسمیت و واتس[1] (۱۹۹۲) نیز شواهدی را ارائه دادند که شرکت‌های با اندازه بزرگتر، نسبت پرداخت سود سهام بیشتری دارند. مارش[2] (۱۹۸۲) به این نتیجه رسیده است که شرکت‌های بزرگ غالباً بدهی‌های بلندمدت را انتخاب می‌کنند، درحالی‌که شرکت‌های کوچک از بدهی‌های کوتاه‌مدت استفاده می‌کنند. شرکت‌های بزرگ در برابراعتباردهندگان قدرت چانه‌زنی بیشتری دارند و لذاهزینه صدور بدهی و سهام بطور معکوس بااندازه شرکت ارتباط دارد. به عبارت دیگر اندازه شرکت نشان دهنده اطلاعاتی است که سرمایه‌گذاران بیرونی دارند.

نتایج کلی حاصل از پژوهش را نیز می‌توان در قالب جدول زیر نشان داد:

جدول۱۴- نتایج کلی حاصل از پژوهش

شرکت‌های با نسبت تقسیم سود بالاتر	شرکت‌های با نسبت تقسیم سود کمتر	
ماکیت متمرکز- مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی- جریان نقد آزاد- اندازه شرکت	اهرم مالی- فرصت‌های رشد آتی	بالاتر بودن عوامل
اهرم مالی فرصت‌های رشد آتی	ماکیت متمرکز- مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی- جریان نقد آزاد- اندازه شرکت	کمتر بودن عوامل

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

[1]-Smith & Watts
[2]-Marsh

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

منابع:

۱- اعتمادی؛ حسین و پری چالاکی (۱۳۸۲)، "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق‌بهادار تهران"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، سال دوازدهم، شماره ۳۹، بهار ۱۳۸۴، صص ۴۷-۳۱

۲- سلمن؛ جیل و آریس سلمن(۱۳۸۴)، "نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی"، ترجمه یحیی حساس یگانه و امیر پوریانسب، **ماهنامه حسابدار**، سال۱۹، شماره۴، صص۲۸-۲۵

۳- جهانخانی،علی و قربانی، (۱۳۸۴)، "شناسایی وتبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سوددرشرکت‌های پذیرفته‌شده دربورس اوراق‌بهادارتهران"، **فصلنامه تحقیقات مالی**،شماره۲۰،ص۵

۴- حساس‌یگانه؛ یحیی، محمد مرادی و هدی اسکندر(۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، دوره۱۵، شماره۵۲، تابستان ۱۳۸۷، صص۱۲۲-۱۰۷

۵- خوش‌طینت؛محسن و نجمه حاجیان(۱۳۸۶)، "تأثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران"، **بررسی‌های حسابداری وحسابرسی**، دوره۱۵، شماره۵۱، بهار۱۳۸۷، صص۱۸-۳

۶- مرادی؛ محمد(۱۳۸۶)، "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود"، **پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری**، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ص۱

۷- مهرانی؛ ساسان و عبدالرضا تالانه(۱۳۸۱)، "سیاست تقسیم سود شرکت‌ها"، **ماهنامه حسابدار**،شماره۱۲۵، صص۳۵-۲۹

۸- نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر(۱۳۸۴)، "بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، شماره۴۲، زمستان۱۳۸۴، صص۱۲۴-۹۷

۹- هاشمی،سید عباس و حسن‌علی اخلاقی(۱۳۸۹)، "تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت"، **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی**، سال دوم، شماره۶، تابستان ۸۹، صص ۴۹-۳۸ .

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

10- Aivazian,V.,Booth,l.and Cleary, S. (2003), "Do emerging market firms follow different dividend Policies from US firms?", **Journal of Financial Research**, Vol. 26 No. 3, pp. 371-387
11- Alchain, A. and Demetz, H, (1972), ''Production, information costs and economic organization", **American Economic Review**, Vol. 62, pp.777-795
12- Becker, Henrik Cronqvist, and Rüdiger Fahlenbrach, (2010) "Estimating the Effects of Large Shareholders", Using a Geographic Instrument, pp1-64
13- Bushee, B. J, (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Bihavior ", **Accounting Review** ,73(July):305-334
14- Easterbrook,F.H, (1984),"Two agency-cost Explanation of dividends", **American Economic review**, vol 74, pp650-659.
15- Gaver,J.J, Gaver,K.M, (1993), "additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing,dividend and compensation policies", **Journal of Accounting and Economics**, pp125-160
16- Gomes,A, (2000), "Going public without Governance: managerial reputation effects", **Journal of finance**, vol52, pp 615-646.
17- Grossman S.and O.Hart, (1980),"Disclosure laws and take_over bids",**Journal of finance**, 35: p323-334.
18- Grossman,s.J., and Hart,O.D, (1988),"One share-one vote and the market for corporate control" , **Journal of financial Economics**.20, pp175-203.
19- Gul, Ferdinand A, (1999), " Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choices in China", pp157-172
20- Hansen,G, and Hill,C, (1991),''Are institutional investor smyopic? A time series study of four technology-driven approaches to business strategy'', **Strategic Management Journal**, Vol.12, pp 1-16
21- James,D, and Soref,M, (1981),''Profi tconstraints on managerial autonomy: managerial theory and the Unmaking of the corporation president'', **American Sociological Review**, Vol. 46, pp 1-18
22- Jensen, G.R., D.P. Solberg and T.S. Zorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, pp 247-263
23- Jensen,M, (1986),"Agency costs of free cash-flow,corporate finance and Takeovers" , **American Economic review** ,vol76, pp323-329.
24- Jensen, M and W.Meckling, (1976),"Theory of the firm:managerial behaviour, Agency costs and ownership structure", **Journal of financial economics**, vol3, pp305-360.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

25- Kouki, M and M Guizani(2009), "ownership structure and dividend policy", Evivence from the Tunisian stock market **, European journal of Scientific Research**, vol.25 No.1,pp 42-53.
26- Kowalewski O., I.Stetsyuk and O.Talavera,(2007), "Does corporate governance affect dividend policy?evidence from Poland", **world economy research institute**, pp 1-54.
27- Laporta,R. F.Lopez-De-Silanes, A.Shleifer and R.W.Vishny,(2000), "Agency Problems and dividend policies around the world", **Journal of finance**, pp1-33
28- Marsh,P(1982), "The choice between equity and debt:an empirical study", **Journal of finance**, pp121-144
29- Maug,E, (1998),Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?**Journal of finance**, pp 65-98
30- Michaely,R., and shaw,W, (1994), "The pricing of Initial public offerings:Tests of The adverse selection and signaling Theories ", **Review of financial** studies,7: pp 279-320.
31- Najjar, (2008), "Corporate governance and institutional Ownership": **evidence from Jordan**, pp176-190
32- Navissi,Farshid, and Naiker,vic, (2006), "Institutional ownership and corporate value", **Managerial Finance**, vol32, pp 247-256
33- Ozkan,N, (2006),‘‘Do corporate governance mechanism sinfluence CEO compensation? Anempirical Investigation of UKcompanies’’, **Journal of Multinational Financial Management**, Vol.17, No.5, pp 349-364
34- Shleifer, A., and R.Vishny, (1986), "large shareholders and corporate control", **Journal of Political economy**, vol94, pp 461-488.
35- Smith, C.W . Jr. Watts , R.L , (1992) , "The investment opportunity set and corporate financing , dividend and compensation policies", **Journal of financial economics**,32, pp 263-292
36- Tong,S, andNing,Y, (2004), ‘‘Does capital structure affect tinstitutional investor choices?’ , **The Journal of Investing**, Vol 13, No 4, pp 53-66
37-Truong, T and R.Heaney, (2007),"Largest shareholder and dividend policy around The world”, pp 667-687.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]