

بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر نسبت تقسیم سود شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران

فرزین رضایی^۱ / خدیجه عیدان ترک زاده^۲ / ناصر نصیری^۳

چکیده

در این پژوهش تأثیر متغیرهای ساختار مالکیت (مالکیت نهادی، مالک عمده، سهام شناور آزاد) و همچنین اثر تعاملی این متغیرها بر نسبت تقسیم سود در صنایع مختلف بررسی شده است. آزمون فرضیه‌های تحقیق به کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون چندگانه با استفاده از روش حداقل مربعات تلفیقی (PLS) و روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) از طریق داده‌های ترکیبی انجام شده است. در این تحقیق تأثیر متغیرهای مستقل بر سود تقسیمی به دو صورت مورد بررسی قرار گرفته است، تأثیر هر کدام از متغیرها به طور جداگانه بر سود تقسیمی با استفاده از روش حداقل مربعات تلفیقی و تأثیر تعاملی متغیرهای ساختار مالکیت به همراه نوع صنعت به عنوان متغیر مجازی را بر سود تقسیمی با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته مورد ارزیابی قرار داده است.

جامعه آماری مورد بررسی کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷، به استثناء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی می‌باشد. در نهایت تعداد ۶۵ شرکت که کلیه اطلاعات مورد نیاز در مورد آنها در دسترس بود مورد آزمون قرار گرفت. نتایج نشان داد که از بین متغیرهای ساختار مالکیت، مالکان نهادی و سهام شناور آزاد ارتباط معنی‌دار با سود تقسیمی دارند و همچنین تأثیر تعاملی ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف معنی‌دار و متفاوت می‌باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می‌تواند اثر تعدیل‌کننده‌ای بر رابطه بین متغیرهای ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود داشته باشد.

واژگان کلیدی: ساختار مالکیت، مالکان نهادی، سهام شناور آزاد، سیاست تقسیم سود، حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS)

طبقه‌بندی موضوعی: G35, G32

۱. استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی قزوین Farzin.rezaei@qiau.ac.ir

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی

۳. دانشجوی دوره دکتری اقتصاد دانشگاه حاجت تپه ترکیه

مقدمه

مهمترین عوامل تعیین کننده میزان سود تقسیمی، محدودیتهای تأمین مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه شرکت و فشار از سوی سهامداران و مقامات نظارت کننده است. به طور کلی نظام راهبری شرکتی شامل ضوابط حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که چگونگی اداره و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. عوامل کلیدی عبارتند از: صاحبان سهام و ساختار مالکیت، تعداد و ترکیب اعضاء هیأت مدیره و سایر ذینفعان که امکان اثرگذاری بر عملکرد شرکت را دارند. در این میان، آنچه بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روز افزون سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام می‌باشد (سلمن و سلمن، ۱۳۸۴). تقسیم سود از دو جنبه بسیار مهم در خور بحث است، از یک طرف عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت‌ها است و از سوی دیگر بسیاری از سهامداران خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو، سهامداران با هدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علاقه‌های مختلف خود و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین، تصمیم‌های تقسیم سود که از سوی مدیران گرفته می‌شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است (مهرانی و تالانه، ۱۳۷۷، ۲۶). بخشی از عملیات شرکت‌ها به روابط نمایندگی بین سهامداران و مدیران مربوط می‌شود. جدا کردن مالکیت سهام و کنترل مدیریتی بر عملیات شرکت ممکن است به یک تضاد منافع منجر شود و هزینه‌های نمایندگی از این تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به وجود می‌آید (مشایخ و اسماعیلی، ۱۳۸۵). در واقع پرداخت در صد قابل توجهی از سود یکی از مکانیزم‌های کنترلی سرمایه‌گذاران جهت تعدیل این تضاد منافع است زیرا توزیع سود سهام مدیریت را وادار می‌سازد تا برای پرداخت سود به اندازه کافی وجه نقد ایجاد نماید و باعث کاهش جریان وجه نقد مازاد می‌شود که به دلیل عدم استفاده مدیریت در پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور، هدر می‌رود (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴). تضاد منافع سهامداران با مدیریت یکی از موضوعات مهمی است که طی دهه‌های اخیر مورد توجه محققین بوده است، طبق پژوهش‌های مرتبط با حاکمیت شرکتی ساختار مالکیت یکی از راهکارهای حل این معضل مطرح شده است مساله توزیع سود، مختص شرکت‌هایی است که ساختار حقوقی آنها سهامی عام می‌باشد. در این دسته از شرکت‌ها مدیران و مالکان دارای اختیار تصمیم‌گیری و قدرت اجرایی متفاوتی می‌باشند (بابایی زکلیگی، ۱۳۸۷). با توجه به تئوری نمایندگی، ساختار مالکیت به عنوان بخشی از حاکمیت شرکتی نتیجه تلاش‌ها برای به حداقل رساندن هزینه‌های مرتبط با تفکیک کنترل و مالکیت شرکت می‌باشد. هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های دارای سهم مالکیت مدیریتی بالا به خاطر همسویی اهداف مدیر و سهامدار پائین‌تر هستند و در شرکت‌های دارای

سهامداران بلوکی بزرگ که قادر به نظارت فعالیت‌های مدیریتی آنها هستند هم پایین تر می‌باشند (Frankfurter, et al., 2002). همچنین ساختار مالکیت از طریق نحوه حکمرانی و اتخاذ سیاست‌های کارآمد بر عملکرد شرکت‌ها از جمله سیاست تقسیم سود و پرداخت سود سهام تأثیر دارد. پرداخت سود سهام می‌تواند جایگزینی برای مسائل حاکمیت شرکتی در یک شرکت باشد در این شرایط ساختار مالکیت متناظر با توزیع حقوق مالی میان سهامداران می‌باشد (Kouki, et al., 2009). از این رو یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت می‌باشد تا با استفاده از آن بتوان راهبردهای لازم را برای عملکرد بهتر شرکت و همچنین افزایش سهام آنها تدوین نمود. لذا این پژوهش بر آن است تا ارتباط بین برخی از متغیرهای ساختار مالکیت (به عنوان بخشی از ساختار حاکمیت شرکتی) و تأثیر تعاملی این متغیرها با سیاست تقسیم سود (نسبت پرداخت سود) را مورد ارزیابی قرار دهد.

سهامداران نهادی و عمده قدرت اظهار نظر قابل توجهی بر تصمیمات کلیدی سیاست تقسیم سود دارند. با توجه به مسئله جذب سرمایه‌گذاران خارجی در بورس تهران و لزوم تدوین و تصویب قوانین، مسأله سیاست تقسیم سود مهم می‌باشد. سرمایه‌گذاران سعی دارند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که سود خوبی عاید آنها شود. بنابراین شرکت‌ها باید مقدار مناسبی از سود پرداختی داشته باشند. تحقیقات حاکمیت شرکتی نشان می‌دهد که ساختار مالکیت و نظارت بر روابط سهامداران، هیأت مدیره، مدیران و سایر ذینفعان عاملی برای ارتقاء استانداردهای تجاری شرکت‌ها، تشویق سرمایه‌گذاران تأمین و تجهیز سرمایه، بهبود امور اجرایی از عناصر اصلی در بهبود کارایی اقتصادی شرکت‌ها است. این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که آیا ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود تأثیرگذار است، همچنین تأثیر تعاملی متغیرهای ساختار مالکیت در صنایع مختلف چگونه است؟ در این تحقیق بررسی سیاست تقسیم سود با کنترل نسبت‌های مالی ROA و EPS انجام گرفته است. با بررسی متغیرهای ساختار مالکیت و تعیین رابطه آنها با سیاست تقسیم سود اولاً می‌توان به وسیله این عوامل مسأله نمایندگی را کنترل کرد و همچنین سهمی از سود را پرداخت نمود که ارزش شرکت حداکثر شود.

چارچوب نظری و پیشینه تحقیق:

در خصوص سیاست تقسیم سود نظریه‌های مختلفی از سوی پژوهشگران ارائه شده از آن جمله می‌توان به نظریه‌های نمایندگی، نظارت کارآمد، علامت‌دهی، فرضیه جریان نقدی آزاد که مرتبط با

ساختار بحث تحقیق می‌باشند، اشاره نمود. رابطه میان سیاست تقسیم سود و هزینه‌های نمایندگی پیشرفتی اخیر در تئوری مالی شرکت بوده و متمرکز بر این مسأله است که سیاست تقسیم سود چگونه می‌تواند در کاهش هزینه نمایندگی استفاده شود (Kouki, et al., 2009). برل و همکاران (Bevle, et al., 1932) و راس (Ross, 1973) از زوایای مختلف به موضوع نمایندگی پرداختند و نهایتاً جنسن و همکاران (Jensen, et al., 1976) مبانی تئوری نمایندگی را مطرح کردند. آن‌ها مدیران شرکت‌ها را به عنوان کارگزاران و سهامداران را به عنوان کارگمار تعریف کردند. مشکل در اینجا آن است که کارگزاران لزوماً به نفع کارگمار تصمیم‌گیری نمی‌کنند. یکی از مکانیسم‌های کنترلی بیرونی مؤثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده‌ای بوده، ظهور مالکان نهادی به عنوان مالکین سرمایه می‌باشد. مالکان نهادی دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران به طور مستقیم از طریق مالکیت و به طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود می‌باشد (Solomon, et al., 2005). با توجه به فرضیه نظارت کارآمد، به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه‌گذاری خود را به صورت فعال مدیریت می‌کنند. براساس این نگرش، مالکان نهادی، سهامدارانی متبحر هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات می‌باشد. تحقیقات صورت گرفته این فرضیه را تایید می‌کند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). پرداخت سود سهام، وجوه موجود برای مصارف متفرقه و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد و مدیران را وادار می‌کند که در بازارهای سرمایه در جستجوی تأمین مالی باشند. نظارت کارآمد بازارهای سرمایه فعالیت سرمایه‌گذاری کمتر از حد بهینه و مصارف متفرقه بیش از حد را کاهش داده و از این طریق هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد (Sterk, et al., 1990). شرکت‌های با جریان نقدی آزاد معمولاً "هزینه‌های نمایندگی بالایی دارند. وجود جریان نقدی آزاد می‌تواند باعث شود که مدیریت به پروژه‌های سرمایه‌گذاری نیمه بهینه دست بزند. برای کاهش جریان‌ات نقدی موجود برای مدیران و بنابراین کاهش هزینه‌های نمایندگی، جنسن پیشنهاد می‌کند که بهتر است نقدینگی اضافه به صورت سود سهام به سهامداران بازگردد تا امکان اینکه این وجوه روی پروژه‌های غیر سودآور به هدر بروند، کاهش یابد. کاهش عدم تقارن اطلاعات میان مدیران و مالکان از طریق تغییرات غیرمنتظره در سیاست تقسیم سود اساس مدل‌های علامت‌دهی سود سهام است. تئوری هزینه نمایندگی از سیاست تقسیم سود برای همسوسازی بهتر منافع سهامداران و مدیران شرکت استفاده می‌کند. فرضیه جریان نقدی آزاد ترکیبی اختصاصی از الگوهای هزینه نمایندگی و علامت‌دهی است.

پرداخت سود سهام می‌تواند سطح وجوه موجود برای مصرف متفرقه توسط مدیران شرکت را کاهش دهد (Frankfurter, et al., 2002).

تحقیقات داخلی

در تحقیق انجام شده توسط خدادادی و همکاران، تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌ها (میزان نحوه تأثیرگذاری سهامداران نهادی و سهامداران حقیقی) بر سیاست‌های تقسیم سود اتخاذ شده از سوی آنها مورد بررسی قرار گرفت. چگونگی این تأثیر با استفاده از مدل‌های رگرسیون کمترین مربعات خطا و مدل لجستیک در سطح خطای ۵٪ مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون مدل اول نشان داد که بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین نتایج آزمون مدل لجستیک حاکی از آن است که ساختار مالکیت بر سیاست‌های تقسیم سود تأثیر معنی‌داری دارد (خدادادی و همکاران، ۱۳۸۴).

گرمرودی لطف آبادی، تأثیر هزینه نمایندگی بر سیاست سود تقسیمی در ۱۸۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۰ را بررسی کرد. نتایج نشان داده است که تعداد سهامداران عادی، دارایی‌های وثیقه‌ای و جریان نقدی آزاد به صورت مثبت با نسبت سود سهام تقسیمی رابطه معنی‌دار دارند و همچنین تئوری نمایندگی، فرضیه جریان نقدی آزاد جنسن را تایید می‌کنند و اشاره به تأثیر هزینه نمایندگی بر سیاست تقسیم سود در بازار سهام تهران دارد (گرمرودی لطف آبادی، ۱۳۸۴).

نمازی و کرمانی، تأثیر ساختار مالکیت را بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار دادند. در تحقیق آنها رابطه بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها توسط چهار مدل براساس متغیرهای وابسته مورد بررسی قرار گرفت به طور کلی یافته‌های پژوهش براساس مدل‌های مورد بررسی نشان دادند بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها رابطه معنی‌داری وجود دارد (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷).

مرادی در تحقیقی به بررسی نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر کیفیت سود گزارش شده تأثیر دارد، پرداخت. به طور کلی نتایج تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود است، حال آنکه این نتایج عموماً "نشان دهنده آن است که تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی نه تنها نقشی در ارتقای کیفیت سود ندارد بلکه بر اساس نتایج حاصل

از برخی مدل ها سبب تنزل کیفیت سود نیز می گردد. نتایج حاصل از این تحقیق مؤید فرضیه نظارت کارآمد بود (مرادی، ۱۳۸۶).

اژدر، تأثیر سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت ها بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرد. یافته های تحقیق نشان داد که سیاست های تقسیم سود متأثر از میزان سهام مدیریتی شرکت ها است به طوری که انتظار می رود افزایش میزان حضور سهامداران در مجامع عمومی و مشارکت بیشتر آنها در مدیریت و راهبری شرکت، میزان سود تقسیمی شرکت ها افزایش یابد. در حالی که هیچ ارتباط معنی داری بین سطح مالکیت سهامداران نهادی و سیاست های تقسیم سود مشاهده نگردید (اژدر، ۱۳۸۷).

نوروش و ابراهیمی کردلر در مطالعه ای به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی و تقارن اطلاعات پرداختند. یافته های تحقیق آنها نشان می دهد در شرکت هایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، قیمت های سهام اطلاعات سودهای آتی بیشتری را در بر می گیرد. با توجه به شواهدی که در ارتباط با نقش مثبت سهامداران نهادی در آن تحقیق به دست آمده است می توان نتایج آن را مطابق با فرضیه نظارت کارآمد دانست (نوروش و ابراهیمی کردلر، ۱۳۸۴).

تحقیقات خارجی

کوکوی و همکاران (Kouki, et al., 2009)، ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود را در بازار سهام تونس مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داده شرکت های تونسی با ساختار مالکیت بسیار تمرکز یافته سود سهام بیشتری را توزیع می کنند و یک رابطه مثبت میان سیاست تقسیم سود و مالکیت وجود دارد گونزالس و همکاران (González, et al., 2010) ارتباط بین پرداخت سود سهام و ساختار مالکیت برای شرکت های ۵ کشور آمریکای لاتین را بررسی کردند. آنها کنترل مالکیت را برای تصمیمات پرداخت سود سهام مهم دانسته و یافته های تحقیق آنها وجود یک رابطه U شکل بین تمرکز مالکیت و پرداخت سود سهام را نشان داد. به طوری که وقتی تمرکز مالکیت پایین باشد تأثیر منفی بر پرداخت سود سهام دارد و وقتی که تمرکز مالکیت بالا باشد تأثیر مثبت بر پرداخت سود سهام دارد.

آلوی (Alwi, 2009) سیاست تقسیم سود و بدهی به عنوان مکانیسم حاکمیت شرکت در اندونزی مورد بررسی قرار داد که در آن مطالعه، سیاست های سود سهام و بدهی را به عنوان یک مکانیسم حاکمیت شرکت برای کاهش تعارض نمایندگی بین سهامداران اقلیت و اکثریت بررسی کرده نمونه

در نظر گرفته شده شامل ۲۰۰ شرکت در بورس سهام اندونزی می‌باشد که از دو لحاظ ساختار مالکیت با تمرکز بالا و پایین بررسی شده‌اند، نتایج نشان داده که سیاست تقسیم سود می‌تواند به عنوان یک مکانیسم حاکمیت شرکت برای کاهش تعارض نمایندگی میان سهامداران اکثریت و اقلیت هم در ساختار مالکیت با تمرکز بالا و هم پایین استفاده شود ولی سیاست بدهی نتیجه عکس داده است.

مانوز (Manos, 2002) سیاست تقسیم سود و تئوری نمایندگی را در کشور هند مورد بررسی قرار داد. در تحقیق خود از مدل حداقل سازی هزینه روزرف استفاده کرده است، آن مدل پیشینی می‌کند نسبت پرداخت سود سهام هدف در سطحی است که مجموعه هزینه‌های معامله مرتبط با افزایش تأمین مالی خارجی از یک سو و هزینه‌های نمایندگی را از سوی دیگر به حداقل برساند. محقق این مدل را بر روی ۶۶۱ شرکت غیرمالی ثبت شده در بورس بمبئی برآورد و آزمون کرد. در کل یافته‌های مدل حداقل سازی هزینه و منطق تئوری نمایندگی را برای سیاست تقسیم سود تأیید کرده‌اند. عبدالسلام و همکاران (Abdelsalam, et al., 2009)، ترکیب اعضای هیئت مدیره، ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در یک بازار نوظهور را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های تحقیق آنها وجود یک رابطه مثبت و معنی‌دار میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و هر دومورد با سیاست تقسیم سود را تأیید کردند اما هیچ رابطه معنی‌دار میان ترکیب هیئت مدیره و سیاست تقسیم سود نشان داده نشده است.

روش تحقیق

۱- فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اصلی ۱: تأثیر ساختار مالکیت بر سود تقسیمی شرکت‌ها معنی‌دار است.

فرضیه فرعی ۱-۱: وجود مالکان نهادی بر سود تقسیمی شرکت‌ها تأثیر معنی‌دار دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲: وجود مالک عمده بر سود تقسیمی شرکت‌ها تأثیر معنی‌دار دارد.

فرضیه فرعی ۱-۳: سهام‌شاور آزاد بر سود تقسیمی شرکت‌ها تأثیر معنی‌دار دارد.

فرضیه اصلی ۲: تأثیر تعاملی ساختار مالکیت بر سود تقسیمی شرکت‌ها در صنایع مختلف معنی‌دار و متفاوت است.

۲- قلمرو تحقیق

دوره زمانی تحقیق یک دوره ۵ ساله در فاصله زمانی سالهای ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۷ می‌باشد.

۳- جامعه و نمونه

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و برای نمونه‌گیری از روش غربالگری به شرح زیر استفاده شده است:

- ۱- دوره مالی شرکت‌های نمونه منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- ۲- وقفه معاملاتی بیش از ۴ ماه در بورس اوراق بهادار تهران نداشته باشد.
- ۳- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، نهادهای پولی، بانکی و هلدینگ نباشند.
- ۴- اطلاعات آنها در دسترس باشد.
- ۵- تغییر دوره مالی، طی دوره تحقیق نداشته باشد.

با توجه به شرایط فوق تعداد ۶۵ شرکت انتخاب شدند.

برای گردآوری اطلاعات این تحقیق از مطالعات کتابخانه‌ای استفاده گردید. داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌ها، گزارش هیأت مدیره و صورت جلسات مجمع عمومی، آرشیو آماری موجود در سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار ره آورد نوین استخراج گردید. به منظور واکاوی داده‌ها و بدست آوردن نتایج از روش رگرسیون به طریق داده‌های ترکیبی و به کمک نرم افزار آماری Eviews و Spss استفاده شد.

۴- روش آزمون فرضیه‌ها

در این تحقیق تأثیر متغیرهای مستقل بر سود تقسیمی به دو صورت مورد بررسی قرار گرفته است، تأثیر هر کدام از متغیرها به طور جداگانه بر سود تقسیمی با استفاده از روش حداقل مربعات تلفیقی^۱ و تأثیر تعاملی متغیرهای ساختار مالکیت به همراه نوع صنعت به عنوان متغیر مجازی را بر سود تقسیمی با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته^۲ مورد ارزیابی قرار داده است. برای بررسی و آزمون معنی‌دار بودن معادله رگرسیون نیز از آماره F استفاده شده است. با توجه به مدل‌های رگرسیونی معرفی شده در تحقیق، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر آزمون خواهد بود:

$$H_0: \beta_K = 0$$

$$H_1: \beta_K \neq 0$$

اگر فرضیه H_0 صحیح باشد به این معنی است که متغیر توضیحی بر متغیر وابسته تأثیری ندارد. ولی اگر فرضیه H_1 درست باشد به این مفهوم است که متغیر توضیحی در که در تغییرات متغیر وابسته مؤثر

1. Pooled least square

2. Generalized least square

است. نحوه آزمون مدل رگرسیون نیز بدین صورت است که آماره آزمون F را با مقدار بدست آمده از جدول F در سطح α درصد و با درجه آزادی K و $n - k - 1$ مقایسه می‌شود، اگر آماره آزمون بزرگتر از عدد بدست آمده از جدول باشد فرض H_0 رد می‌شود و معنی‌داری مدل رگرسیون تخمین زده شده تأیید می‌شود.

۵- اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

نماد	متغیر	شرح
DR	Dividend Ratio	$\left[\frac{DPS}{EPS} \right]$ نسبت پرداخت سود
DR_{t-1}	Dividend Ratio	$\left[\frac{DPS_{t-1}}{EPS_{t-1}} \right]$ نسبت پرداخت سود با یک وقفه
BO	Block ownership	اولین سهامداری که بیشترین مالکیت را دارد
IO	Institutional ownership	درصد سهام مالکان نهادی و سرمایه‌گذاران حقیقی با مالکیت بیش از ۵٪ سهام به استثناء مالک عمده
FF	Freefloat	درصدی از کل سرمایه شرکت است که از نتیجه کسر تعداد سهام غیر قابل معامله از کل سهام شرکت به دست می‌آید. سهام آزاد/ کل سهام
ROE	ROE	نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام
EPS	EPS	سود هر سهم
Type	Type	نوع صنعت

۶- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق:

با توجه به ترکیب داده‌های مقطعی و سری زمانی برای انجام آزمون فرضیه‌های پژوهش، مجموعاً تعداد ۳۲۵ مشاهده را تشکیل می‌دهند که آمارهای توصیفی مربوط به آنها طی جدول زیر ارائه شده است.

جدول (۱): آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

توضیحات	BO	FF	IO	EPS	ROE	DPS/EPS
میانگین	۰/۵۰۴	۰/۲۱۹	۰/۶۱۹	۱۰۲۰/۴۱	۰/۴۳۴	۰/۷۳۹
میانه	۰/۵۱۰	۰/۲۰۰	۰/۷۳۰	۶۹۸/۰	۰/۳۶۰	۰/۸۰۰
حداکثر	۰/۹۲۵	۰/۷۰۰	۰/۹۹۰	۱۸۳۳۴/۰	۳/۴۰۰	۱/۹۸۰
حداقل	۰/۰۰۰	۰/۰۵۰	۰/۰۲۰	-۷۷۵	۰/۰۰۰	۰/۰۸۰
انحراف معیار	۰/۲۱۱	۰/۱۲۹	۰/۳۰۳	۱۳۰۸/۷۷	۰/۳۸۶	۰/۲۷۵
ضریب چولگی	۰/۰۵۳	۱/۳۲۳	-۰/۵۶۳	۷/۷۱	۳/۹۸۷	-۰/۰۲۸
ضریب کشیدگی	۲/۸۳۰	۴/۷۷۶	۱/۸۶۸	۹۶/۶۴	۲۵/۳۴۲	۴/۳۲۸
تعداد مشاهدات	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵

۷-آزمون فرضیات پژوهش

۷-۱-آزمون فرضیه اول

فرضیه اصلی اول خود به سه زیر فرضیه فرعی تقسیم می گردد. بنابراین در ابتدا تأثیر هر یک از متغیرهای ساختار مالکیت را بر سیاست تقسیم سود بررسی کرده و سپس در یک مدل رگرسیون چند متغیره به بررسی تأثیر همزمان هر سه متغیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود خواهیم پرداخت. فرضیه فرعی اول: وجود مالکان نهادی بر نسبت سود تقسیمی شرکت ها تأثیر معنی دار دارد. مدل رگرسیونی که برای بررسی فرضیه فرعی اول استفاده می شود به صورت زیر است:

$$Model\ 1: DR_{it} = \beta_1 + \beta_2 IO_t + \beta_3 DR_{t-1} + \beta_4 ROE_t + \beta_5 EPS_t + \mu.$$

جدول (۲): نتایج حاصله از مدل رگرسیون فرضیه فرعی اول

متغیر وابسته: نسبت سود نقدی به سود هر سهم				
احتمال (sig)	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب β	متغیرهای مستقل
0/000	16/677	0/035	0/5841	C
0/053	2/161	0/074	0/0120	IO
0/000	5/290	0/026	0/1376	DR(t-1)
0/0173	2/392	0/042	0/1027	ROE
0/941	-0/073	1/27	-9/34	EPS
			0/1156	ضریب تعیین
			0/1094	ضریب تعیین تعدیل شده
			9/431	آماره F
			0/000	احتمال آماره F
			1/781	آماره (DW)
			0/805	آماره h-دوربین

در این مدل متغیرهای ROE، DR(t-1)، C و IO معنی‌دار شده‌اند. همچنین ضرایب حاصله برای C و DR(t-1) هر دو با ۹۹ درصد اطمینان و متغیر ROE با ۹۵ درصد اطمینان معنی‌دار هستند، متغیر IO با داشتن رابطه مثبت با متغیر وابسته در سطح ۹۵ درصد اطمینان، از نظر آماری معنی‌دار می‌باشد. اما متغیر EPS با توجه به درصد احتمال بالای ۱۰ درصد، معنی‌دار نمی‌باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که ۱۰/۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای معنی‌دار شده در مدل توضیح داده می‌شود. مقدار احتمال آماره F نیز کوچکتر از یک درصد بوده و از این رو مدل برازش شده با ۹۹ درصد اطمینان صحیح می‌باشد. در این مدل نیز ضرایب (DW) و h-دوربین هر دو مؤید عدم وجود همبستگی پیایی در مدل است.

فرضیه فرعی دوم: وجود مالکیت عمده بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌ها تأثیر معنی‌دار دارد.

مدل رگرسیونی که برای بررسی فرضیه فرعی دوم استفاده می‌شود به صورت زیر است:

$$Model\ 2: DR_t = \alpha_0 + \beta_1 BO_t + \beta_2 DR_{t-1} + \beta_3 ROE_t + \beta_4 EPS_t + \mu_0$$

جدول (۳): نتایج حاصله از مدل رگرسیون فرضیه فرعی دوم

متغیر وابسته: نسبت سود نقدی به سود هر سهم				
متغیرهای مستقل	ضرایب β	خطای استاندارد	آماره t	احتمال (sig)
C	0/5253	0/043	11/945	0/000
BO	0/1294	0/068	1/341	0/214
DR(t-1)	0/1344	0/025	5/189	0/000
ROE	0/1022	0/042	2/395	0/017
EPS	-1/45	1/26	-0/115	0/908
ضریب تعیین	0/123			
ضریب تعیین تعدیل شده	0/116			
آماره F	10/418			
احتمال آماره F	0/000			
آماره (DW)	1/831			
آماره h-دوربین	0/928			

همانگونه که در جدول فوق ملاحظه می گردد در این مدل تنها متغیرهای ROE، DR(t-1) و عرض از مبدأ (C) هستند که معنی دار می باشند. متغیر BO علی رغم داشتن رابطه مثبت با متغیر وابسته، از نظر آماری تأیید نگردیده به طوری که آماره t مربوطه برابر ۱/۳۴۱ می باشد و لذا در منطقه قبول فرض صفر (یعنی کمتر از ۱/۹۶ $\pm$) قرار گرفته است و به دلیل اینکه میزان احتمال آن نیز بزرگتر از $\alpha = 0/05$ است از این رو با ۹۵ درصد اطمینان می توان گفت که بین نسبت سود نقدی به سود هر سهم و وجود مالک عمده رابطه معنی داری وجود ندارد. ضرایب عرض از مبدأ و نسبت سود نقدی به سود هر سهم یک دوره قبل هر دو با ۹۹ درصد اطمینان و ضریب ROE با ۹۵ درصد اطمینان معنی دار هستند. مقدار ضریب تعیین شده نشان می دهد که در حدود ۱۱/۶ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای یاد شده در مدل توضیح داده می شود. مقادیر مربوط آماره های دوربین واتسون (DW) و h-دوربین هم نشان از عدم وجود همبستگی پیاپی در مدل دارد. میزان آماره F نیز نشان می دهد که مدل یاد شده با ۹۹ درصد اطمینان معنی دار است.

فرضیه فرعی سوم: سهام شناور آزاد بر نسبت سود تقسیمی شرکت ها تأثیر معنی دار دارد.

مدل رگرسیونی که برای بررسی فرضیه فرعی سوم استفاده می شود به صورت زیر است:

$$\text{Model 3: } DR_t = \beta_1 + \beta_2 FF_t + \beta_3 DR_{t-1} + \beta_4 ROE_t + \beta_5 EPS_t + \mu.$$

جدول (۴): نتایج حاصله از مدل رگرسیون فرضیه فرعی سوم

متغیر وابسته: نسبت سود نقدی به سود هر سهم				
احتمال (sig)	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب β	متغیرهای مستقل
0/000	16/849	0/039	0/664	C
0/004	-2/885	0/111	-0/321	FF
0/000	5/239	0/025	0/134	DR(t-1)
0/017	2/394	0/042	0/101	ROE
0/743	-0/327	1/25	-4/10	EPS
ضریب تعیین				
0/1401				
ضریب تعیین تعدیل شده				
0/1311				
آماره F				
11/751				
احتمال آماره F				
0/000				
آماره (DW)				
1/793				
آماره h-دوربین				
0/889				

با توجه به خروجی حاصل از انجام رگرسیون مربوطه ملاحظه می‌گردد که به جزء متغیر EPS، بقیه متغیرها از نظر آماری، معنی‌دار هستند. هر دو متغیر FF، DR(t-1) و عرض از مبدأ (C) با ۹۹ درصد اطمینان و متغیر ROE با ۹۵ درصد اطمینان معنی‌دار می‌باشند. مقدار احتمال آماره F نشان می‌دهد (کوچکتر از $\alpha = 0/01$) که مدل برازش شده با ۹۹ درصد اطمینان درست می‌باشد. ضرایب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در حدود ۱۳/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای معنی‌دار شده در مدل توضیح داده می‌شود. در این مدل نیز ضرایب (DW) و h-دوربین هر دو نشان از عدم وجود همبستگی پیاپی در مدل دارند.

فرضیه اصلی اول: تأثیر ساختار مالکیت بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌ها معنی‌دار است.

بعد از بررسی فرضیه‌های فرعی، ارتباط سه متغیر را همزمان با سیاست تقسیم‌سود در یک مدل چند متغیره بررسی می‌نمائیم. مدل رگرسیونی که برای بررسی فرضیه اصلی اول استفاده می‌شود به صورت زیر است:

Modle4

$$DR_t = \alpha_0 + \beta_1 BO_t + \beta_2 IO_t + \beta_3 FF_t + \beta_4 DR_{t-1} + \beta_5 ROE_t + \beta_6 EPS_t + \mu_0$$

جدول (۵): نتایج حاصله از مدل رگرسیون فرضیه اصلی اول

متغیر وابسته: نسبت سود نقدی به سود هر سهم				
متغیرهای مستقل	ضرایب β	خطای استاندارد	آماره t	احتمال (sig)
C	0/643	0/103	6/194	0/000
BO	-0/032	0/104	-0/386	0/699
IO	0/017	0/106	2/162	0/087
FF	-0/306	0/154	-1/928	0/040
DR(t-1)	0/133	0/025	5/187	0/000
ROE	0/101	0/042	2/391	0/017
EPS	-3/83	1/26	-0/304	0/761
ضریب تعیین	0/1426			
ضریب تعیین تعدیل شده	0/1349			
آماره F	8/878			
احتمال آماره F	0/000			
آماره (DW)	1/758			
آماره h-دوربین	0/821			

همانگونه که ملاحظه می گردد در این مدل متغیرهای FF (سهام شناور آزاد) و ROE (نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام) با ۹۵ درصد اطمینان و IO با ۹۰ درصد اطمینان معنی دار گردیده اند. علی رغم تأیید علامت ضریب بدست آمده با ماتریس همبستگی برای متغیر BO، ملاحظه می گردد که میزان احتمال متغیر بزرگتر از $\alpha = 10\%$ بوده و از این رو از نظر آماری تأیید نمی شود. ضرایب بقیه متغیرها یعنی DR(t-1) و عرض از مبدأ (C) هر دو با ۹۹ درصد اطمینان معنی دار می باشند. با توجه به مقدار آماره F و میزان احتمال آن که کوچکتر از $\alpha = 0/01$ است، ملاحظه می گردد که مدل یاد شده در کل معتبر بوده و با ۹۹ درصد اطمینان معنی دار است. ضرایب حاصل از آماره دوربین و اتسون و h-دوربین نیز مجدداً نشان از عدم وجود همبستگی پیاپی در مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده در مدل نشان می دهد که در ۱۳/۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل معنی دار شده در مدل توضیح داده می شود. و لذا در مجموع می توان چنین استنباط نمود که از مجموع سه متغیری که نشان دهنده وضعیت مالکیت در شرکت های مورد بررسی است، متغیرهای سهام شناور آزاد (FF) ارتباط معکوس و معنی دار و متغیر (IO) ارتباط مستقیم و معنی داری با نسبت پرداخت سود دارند.

۲-۷-آزمون فرضیه اصلی دوم و نتایج حاصله :

در این آزمون سعی می‌گردد که تأثیر تعاملی ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف مورد بررسی قرار گیرد و از این رو مدلی به شرح زیر مورد ارزیابی قرار خواهد گرفت. فرضیه اصلی دوم: «تأثیر تعاملی ساختار مالکیت بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌ها در صنایع مختلف متفاوت است».

Model5:

$$DR_t = \beta_0 + \beta_1 BO_t + \beta_2 IO_t + \beta_3 FF_t + \beta_4 DR_{t-1} + \beta_5 BO_t * IO_t + \beta_6 BO_t * FF_t + \beta_7 IO_t * FF_t + \prod_{i=1}^n \beta_8 TYPE_t + \beta_9 ROE_t + \beta_{10} EPS_t + \mu.$$

در این مدل نیز بعد از تخمین مدل با هر دو روش اثرات مشترک و اثرات تصادفی، اقدام به محاسبه آزمون LM نمودیم. مقدار محاسبه شده آزمون برابر ۸۴/۹۰۶ می‌باشد و با توجه به مقدار بحرانی آماره کای دو (χ^2) با درجه آزادی یک که برابر ۳/۸۴۲ می‌باشد ملاحظه می‌شود که مقدار محاسبه شده مجدداً بزرگتر از مقدار جدول بوده و از این رو بایستی مدل اثرات تصادفی انتخاب و نتایج حاصله تفسیر گردد. نتایج حاصل از تخمین‌ها به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول (۶): نتایج حاصله از مدل رگرسیون فرضیه اصلی دوم:

متغیر وابسته: سود نقدی به سود هر سهم		
متغیرها	مدل اثرات مشترک	مدل اثرات تصادفی
C	0/371 (1/786)*	0/386 (1/768)*
ROE	0/093 (2/057)**	0/072 (1/836)*
EPS	-8/03 (-0/611)	-9/94 (-0/775)
DR_{t-1}	0/112 (4/244)***	0/110 (4/320)***
BO	0/087 (0/422)	0/070 (0/324)
IO	0/145 (2/410)*	0/187 (1/876)*
FF	0/064 (1/884)**	0/055 (1/713)*
BO*IO	-0/062 (-0/130)	0/097 (0/197)
BO*FF	0/169 (2/761)*	0/119 (2/197)*
IO*FF	-1/296 (-2/729)**	-0/991 (-3/931)**
Dum4	0/224 (1/840)*	0/232 (1/774)*
Dum9	0/261 (1/939)**	0/276 (1/897)**
Dum13	0/235 (1/618)	0/250 (1/79)**
Dum17	0/324 (1/025)	0/352 (2/006)**
Dum19	0/279 (1/669)*	0/281 (0/124)
مقدار آماره R (ضریب تعیین تعدیل شده)	0/196	0/235
آماره دوربین واتسون (DW)	1/853	1/818
آماره h-دوربین	1/461	0/902
آماره F مدل	2/590	—

توضیحات: علامت *** معنی داری در سطح ۹۹ درصد اطمینان، علامت ** معنی داری در سطح ۹۵ درصد اطمینان، علامت * معنی داری در سطح ۹۰ درصد اطمینان، بدون علامت ستاره عدم معنی داری، اعداد داخل پرانتز نشانگر آماره t می باشد. مأخذ: یافته های تحقیق

نتایج حاصله مبین آن است که علاوه بر عبارت عرض از مبدأ (C)، تعداد ۷ متغیر دیگر از منظر آماری معنی‌دار شده و با متغیر وابسته ارتباط منفی و یا مثبت دارند. بر اساس نتایج حاصله، متغیرهای IO و ROE، FF و متغیر مجازی صنایع گروه چهارم Dum4 (صنعت خودرو و ساخت قطعات فلزی)، با سطح اطمینان ۹۰ درصد ارتباط معنی‌دار مثبتی با متغیر وابسته دارند. چهار متغیر مجازی دیگر با نام‌های Dum9 (صنعت استخراج کانه‌های فلزی)، Dum13 (صنعت محصولات غذایی بجز قند و شکر)، Dum17 (صنعت محصولات کاغذی)، Dum19 (صنعت قند و شکر)، نیز رابطه مثبتی با متغیر وابسته داشته و این ارتباط با ۹۵ درصد اطمینان معنی‌دار می‌باشد. لذا رابطه مستقیمی بین متغیر نوع صنعت و سیاست تقسیم سود وجود دارد و لذا نوع صنعت می‌تواند اثر تعدیل‌کننده‌ای بر رابطه بین نسبت تقسیم سود و متغیرهای مالکیتی داشته باشد. همانگونه که ملاحظه می‌گردد در این مدل از میان متغیرهای تعاملی دو متغیر (BO*FF) و (IO*FF) معنی‌دار که متغیر (BO*FF) ارتباط مثبت اما متغیر (IO*FF) ارتباط معکوسی با متغیر وابسته از خود نشان می‌دهند. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل نشان می‌دهد که نزدیک به ۲۳/۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای معنی‌دار شده در مدل توضیح داده می‌شود. هر دو آماره دوربین واتسون و h-دوربین نیز نشان از نبود مشکل خود همبستگی پیاپی در مدل است. برای بررسی معنی‌دار بودن کل رگرسیون نیز در اینجا مجدداً از آزمون والد استفاده می‌نمائیم. مقدار آماره کای دو (χ^2) محاسبه شده برابر ۳۵۲/۳۷۴ می‌باشد. در سطح معنی‌داری یک درصد، این آماره برابر ۴۸/۳ می‌باشد. لذا متغیرهای الگو به صورت مشترک در توضیح علت تغییرات متغیر وابسته سهم می‌باشند. بدین ترتیب فرضیه دوم نیز تأیید گردیده و تأثیر تعاملی ترکیب اعضای هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف معنی‌دار و متفاوت می‌باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می‌تواند اثر تعدیل‌کننده‌ای بر رابطه بین متغیرهای ساختار مالکیت و نسبت تقسیم سود داشته باشد.

نتیجه‌گیری

در این پژوهش تأثیر متغیرهای ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود و تأثیر تعاملی آنها در صنایع مختلف با برآورد مدل رگرسیون چندگانه به روش داده‌های ترکیبی با توجه به فرضیه‌های تحقیق مورد آزمون قرار گرفت. این بررسی با استفاده از متغیرهای ساختار مالکیت (مالکیت نهادی، مالک عمده، سهام شناور آزاد) و سیاست تقسیم سود (نسبت سود نقدی بر سود هر سهم) صورت گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که از بین سه متغیر ساختار مالکیت، متغیر BO (مالک

عمده) رابطه معنی دار با سود تقسیمی حاصل نکرد لذا چنین به نظر می رسد که نقش مؤثری در توزیع سود ایفاء نمی کند. اما متغیرهای IO (مالکان نهادی) و FF (سهام شناور آزاد) رابطه معنی دار که به ترتیب مثبت و منفی با سود تقسیمی دارند و از این رو چنین به نظر می رسد که با افزایش تعداد مالکان نهادی، نسبت سود تقسیمی نیز افزایش می یابد و برعکس، در صورتی که با افزایش سهام شناور آزاد میزان سود تقسیمی (DR) کاهش می یابد و برعکس. در فرضیه دوم تأثیر تعاملی متغیرهای ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف (که به عنوان متغیر مجازی در تحقیق در نظر گرفته شدند) آزمون گردید. نتایج نشان داد که فرضیه دوم تأیید گردیده و تأثیر تعاملی ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف معنی دار و متفاوت می باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می تواند اثر تعدیل کننده ای بر رابطه بین متغیرهای ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود داشته باشد. ضمناً از آنجا که سهام شناور آزاد نشان دهنده وجود سهامداران جزء می باشد، با توجه به نتایج آزمون فرضیه دوم مشخص گردید هرچه سهامداران جزء هرچه بیشتر می شوند باعث مؤثر شدن نقش سهامداران بلوکی در تقسیم سود می شوند در حالیکه نقش سهامداران جزء بر تأثیر گذاری سهامداران نهادی در تقسیم سود معکوس می باشد. در واقع سهامداران نهادی تأثیر مثبت بر تقسیم سود دارند و زمانی که سهامداران جزء در ساختار مالکیت متعدد می گردند، تأثیر سهامداران نهادی بر تقسیم سود منفی می گردد که آن هم به نظر می رسد به دلیل جلوگیری از فشارهای زیاد آتی آنها باشد.

منابع و مأخذ:

۱. اژدر، محسن (۱۳۸۷). «بررسی تأثیر سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت‌ها بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد مبارکه.
۲. بابایی زکلیگی محمدعلی، ژایلا احمدوند، (۱۳۸۷). «بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران»، مجله تحقیقات مالی، شماره ۲۶، صفحه ۴۱ تا ۶۰.
۳. حساس یگانه، یحیی، محمد مرادی وهدی اسکندر، (۱۳۸۷). «بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، زمستان، شماره ۵۲، ص ۱۰۷-۱۲۲.
۴. جهان‌خانی، علی، سعید قربانی، (۱۳۸۴). «شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار»، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، صفحه ۴۸-۲۷.
۵. خدادادی، ولی و ولی‌الله آقاجری، (۱۳۸۸). «ارزیابی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت و سیاست‌های سود سهام در ایران»، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۲، صفحه ۱۰۶-۱۲۶.
۶. سلمن، جیل و آریس سلمن، (۱۳۸۴). «نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی»، ترجمه یحیی حساس یگانه و امیر پوریا نسب، ماهنامه حسابداری، سال ۱۹، شماره ۴، صفحه ۲۵-۶۵.
۷. قنبری، فرحناز، (۱۳۸۶). «بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء (س).
۸. گرمرویدی لطف آبادی بابک، (۱۳۸۴). «بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر سیاست سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.
۹. مرادی، محمد. (۱۳۸۶). «بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۱۰. مشایخ، شهناز و مریم اسماعیلی، (۱۳۸۵). «بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، صفحه ۲۵-۴۴.

۱۱. مهرانی، ساسان و عبدالرضا تالانه، (۱۳۷۷). «تقسیم سود در شرکت ها»، حسابدار، شماره ۱۲۵.
۱۲. نمازی محمد و احسان کرمانی، (۱۳۸۷). «تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صفحه ۸۳ تا ۱۰۰.
۱۳. 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، شماره ۴۲، صفحه ۹۷-۱۲۴.
14. Abdelsalam.O, A.Elmasry,&S. Elsegini,(2008), « Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market», Managerial Finance, Vol. 34 No. 12, pp. 953-964
15. Alwi.S,(2009), «Dividend and Debt Policy as Corporate Governance Mechanism: Indonesian Evidence», Jurnal pengurusan, vol 29 pp 111-127
16. Berle, A A& Means.G.C,(1932), «The Modern Corporation and Private Property New York », Macmillan Publishing Co.
18. Farinha.J,(2002), «Dividend Policy, Corporate Governance And The Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis», Dividend Policy and Managerial Entrenchment, pp1-42
19. Frankfurter.G.M,Bob G&Wood Jr.(2002), «Dividend policy theories and their empirical tests», International Review of Financial Analysis, vol 11, pp 111-138.
20. González.M, Molina.C.A&Pablo.E,(2010), «Dividend Policy and Ownership Structure in Latin America», Universidad de los Andes (UNIANDES), Vol 21, pp 1-20.
21. Harada.K&Nguyen.P,(2006), «Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan», www.SSRN.com, PP1-24.
22. Jensen.M,&Meckling.W,(1976), «Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», Journal of Financial Economics, vol 3, pp305-360.
23. Jensen.M,(1986), «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», The American Economic Review, vol 76, no 2, pp 323-329.

24. Kouki.M,& Guizani.M,(2009),«Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market», European Journal of Scientific Research, Vol.25 No.1 pp.42-53.
25. Manos.P,(2002),«Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms»,pp 1-27 (www.ssrn.com).
26. Ross.S.A,(1973),«The Economic Theory of Agency: The Principal's Problems», American Economic Review LXII (May),pp134-139. ۲۷
28. Solomon, J& Solomon. A,(2005), «Corporate Governance and Accountability», John Wiley & Sons, LTD, England, pp1-27.
29. Sterk, W. E., & Vanderberg, P. A. (1990). «The market valuation of cash dividends and the tax differential theory of dividend policy: a case revisited», Financial Review, vol 25,pp441-455