

مجله دانش حسابداری / سال اول / شماره ۱ / تابستان ۱۳۸۹ / صفحات ۲۹-۵۱

بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمد حسین ستایش*
مصطفی کاظم نژاد**

تاریخ دریافت: ۸۸/۹/۱۰ تاریخ پذیرش: ۸۹/۳/۲۲

چکیده

هدف اصلی شرکتهای سهامی به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. یکی از عوامل مؤثر بر این امر، سیاست تقسیم سود شرکت است. به همین دلیل، بحث سیاست تقسیم سود همواره به عنوان یکی از مهمترین مباحث مالی مطرح بوده است. این اهمیت پژوهش حاضر به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. در این راستا تأثیر متغیرهای رشد سود و سیاست تقسیم سود سال قبل نیز کنترل و از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. یافته‌های بررسی ۷۷ شرکت در قلمرو زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ حاکی 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.

* استادیار حسابداری دانشگاه شیراز
** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شیراز

واژه‌های کلیدی: سیاست تقسیم سود، ساختار مالکیت، ترکیب سهام‌داران، تمرکز مالکیت، ترکیب هیئت مدیره.

۱- مقدمه

سیاست تقسیم سود^۱ یکی از مهمترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداختهای نقدی عمده شرکتها و یکی 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. به‌رغم اینکه پرداخت سود تقسیمی مستقیماً سهامداران را بهره‌مند می‌سازد، توانایی شرکت در انباشت سود به منظور بهره‌گیری از فرصتهای رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (بیکر و پاول^۲، ۲۰۰۵: ص ۴۰۲). به‌علاوه، این سیاست در بازار سهام، محتوای اطلاعاتی دارد و تغییر آن نیز برای سهامداران حاوی اطلاعات است. هر سرمایه‌گذار با توجه به نوع سلیقه، سهام شرکتی را خریداری می‌کند که سیاست تقسیم سود آن را مطلوب می‌داند. میزان سود سهام پیشنهادی توسط هیئت مدیره معمولاً حاوی اطلاعاتی در خصوص انتظارات مدیران در مورد سودآوری آینده شرکت است (جهانخانی و پارسایان، ۱۳۸۴: ص ۴۲۱).

سیاست تقسیم سود هم‌چنین یکی از مواردی است که تحت تأثیر تضادهای نمایندگی قرار دارد (هارادا و نگوین^۳، ۲۰۰۶ و جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴). به‌طور کلی دو دیدگاه متفاوت در زمینه رابطه سود تقسیمی و تضادهای نمایندگی وجود دارد. در دیدگاه اول، سود تقسیمی راه‌حل کاهش تضادهای نمایندگی بین مدیران و سهام‌داران و در دیدگاه دوم سود تقسیمی جایگزینی برای مسائل نمایندگی است (کوکی و گیزانی^۴، ۲۰۰۹). از طرفی مبانی نظری و یافته‌های پژوهشهای تجربی حاکی از رابطه معنادار ساختار مالکیت^۵ و ترکیب هیئت مدیره^۶ با هزینه‌های نمایندگی است (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸). با توجه به این مطالب مبنی بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و هزینه‌های نمایندگی، انتظار می‌رود که ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود نیز مؤثر باشد. با توجه به

اهمیت سیاست تقسیم سود و شناسایی عوامل مؤثر بر آن در بازار بورس، این پژوهش به بررسی این رابطه می‌پردازد.

۲- مبانی نظری پژوهش

۲-۱- سیاست تقسیم سود

به‌طور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم، نشان‌دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است (کوپر و ایجیری^۷، ۱۹۸۳: ص ۱۷۹؛ مانسینلی و اوزکان^۸، ۲۰۰۶؛ ایمانی‌پور مقدم، ۱۳۷۷ و قالیباف اصل، ۱۳۸۶: ص ۲۱). سیاست تقسیم سود از مهمترین مباحث ادبیات تأمین مالی شرکتها به‌شمار می‌رود. محققان زیادی، مبانی نظری و شواهد تجربی مرتبط با معیارهای سیاست تقسیم سود را فراهم آورده‌اند. با وجود این، مسئله سیاست تقسیم سود هم‌چنان حل نشده باقی مانده و رهنمود مشخصی در خصوص سیاست تقسیم سود بهینه، پدید نیامده است (ناکور و همکاران^۹، ۲۰۰۶). در عین حال، شرکت‌های سهامی معمولاً در مورد تقسیم سود، سیاست مشخصی را اتخاذ می‌کنند. در تدوین این سیاست عوامل متعددی از قبیل سیاستهای مورد استفاده در سایر شرکت‌های مشابه، سیاست تقسیم سود گذشته، محدودیتهای قانونی و ثبات سودآوری مورد توجه قرار می‌گیرد. به‌رغم وجود سیاستهای متعدد، شرکتها اغلب در عمل از سیاستهایی از قبیل تقسیم مبلغ ثابت و معین، تقسیم درصد ثابتی از سود، تقسیم سود ثابت به‌علاوه حاشیه متغیر و تقسیم سود مازاد استفاده می‌کنند (بیکر و پاول، ۲۰۰۵: ص ۴۲۳ و جهانخانی و پارسایان، ۱۳۸۴: ص ۴۲۳).

۲-۲- ساختار مالکیت

ترکیب سهامداران^{۱۰} و میزان تمرکز مالکیت^{۱۱}، دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکتها به‌شمار می‌رود.

۲-۲-۱- ترکیب سهامداران

مشابه پژوهش کومار^{۱۲} (۲۰۰۳) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، ترکیب سهامداران از طریق چهار متغیر مالکیت خارجی^{۱۳}، مالکیت شرکتی^{۱۴}، مالکیت مدیریتی^{۱۵} و مالکیت نهادی^{۱۶}، اندازه‌گیری می‌شود.

مالکیت خارجی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط خارجیها از کل سهام سرمایه شرکت است که شامل شرکای خارجی، مؤسسه‌های مالی خارجی، ملیتهای خارجی و غیرمقیمهای ایران است. این متغیر در پژوهشهای کومار (۲۰۰۳)، ارنهارت و لیزال^{۱۷} (۲۰۰۶) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نیز با همین تعریف به کار رفته است. به دلیل نبود مالکیت خارجی عمده در شرکتهای مورد بررسی و در نتیجه عدم امکان ارائه یک الگوی معتبر، مشابه نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) در مورد این نوع مالکیت، آزمونی انجام نشده است و نظری ارائه نمی‌شود.

مالکیت شرکتی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اجزای شرکتهای سهامی از کل سهام سرمایه می‌باشد و شامل تمام انواع شرکتهای سهامی است، بجز آنها که در مورد قبل بیان شد. این متغیر در پژوهشهای کومار (۲۰۰۳)، ارنهارت و لیزال (۲۰۰۶) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

مالکیت مدیریتی: بیانگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیئت مدیره است. این متغیر در پژوهشهای کومار (۲۰۰۳)، رز^{۱۷} (۲۰۰۵) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نیز با همین تعریف به کار رفته است. به طور کلی دو دیدگاه در زمینه تأثیر مالکیت مدیریتی بر سیاست تقسیم سود وجود دارد. در دیدگاه اول چنین استدلال می‌شود که افزایش سود تقسیمی، مشکلات نمایندگی و تضاد منافع ناشی از جریانهای نقدی آزاد را کاهش می‌دهد؛ زیرا پرداخت به سهامداران، منابع تحت کنترل مدیران را کاهش می‌دهد و موجب کاهش قدرت مدیران می‌شود (جنسن^{۱۸}، ۱۹۸۶). سرمایه‌گذاران داخلی (از قبیل مدیران) با توجه به این موضوع، که در شرکت حضور دارند، مایلند سود سهام تقسیم نشود تا بدین طریق کنترل خود را بر وجوه نقد قابل توزیع، حفظ کنند (کرمی و اسکندر، ۱۳۸۸). بنابراین، انتظار می‌رود رابطه معکوسی بین میزان مالکیت مدیریتی و سود تقسیمی وجود داشته باشد. در مقابل در دیدگاه دوم چنین استدلال می‌شود که مالکیت مدیریتی ممکن است در جهت همگرایی منافع بین مدیر و سهامداران و کاهش مشکلات جریانهای

نقدی آزاد مؤثر باشد، لذا، مالکیت مدیریتی به تقسیم سود بیشتر منجر می‌شود (استراتیس و وو^{۱۹}، ۲۰۰۴).

مالکیت نهادی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکتهای دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکتها شامل شرکتهای بیمه، مؤسسه‌های مالی، بانکها، شرکتهای دولتی و دیگر اجزای دولت است. این متغیر در پژوهشهای کومار (۲۰۰۳)، ارن-هارت و لیزال (۲۰۰۶) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نیز با همین تعریف به کار رفته است. به‌طور کلی، دو دیدگاه متناقض زیر در زمینه ارتباط بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود وجود دارد:

وجود ارتباط معکوس (منفی): در زمان وجود تضاد منافع، فعالیت نظارت خارجی یا بیرونی، عنصر کنترلی مهمی به‌شمار می‌رود. سهامداران نهادی یک گروه از نظارت‌کنندگان خارجی به‌شمار می‌روند. اگر سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ به‌عنوان نمایندگان نظارتی عمل کنند و سود تقسیمی به‌منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی پرداخت شود بر اساس نظریه نمایندگی باید رابطه جایگزینی بین سیاست تقسیم سود و مالکیت نهادی وجود داشته باشد. این رابطه، وجود ارتباط منفی بین درصد سهام تحت تملک مالکان نهادی و سیاست تقسیم سود را ایجاد می‌کند (دسوزا و ساکسنا^{۲۰}، ۱۹۹۹ و استراتیس و وو^{۲۱}، ۲۰۰۴). به‌علاوه بر اساس فرضیه پیام‌رسانی، مدیران با آگاهی و اطلاعات بیشتر نسبت به بازار، انتظارات خود را در مورد عایدات آینده شرکت با پرداخت سود به بازار مخابره می‌کنند. چنین استدلال می‌شود که سود تقسیمی و سهامداران نهادی ممکن است به‌عنوان ابزارهای پیام‌رسانی جایگزین قلمداد شوند. حضور سهامداران بزرگ ممکن است نیاز به استفاده از سود تقسیمی را به‌عنوان پیامی از عملکرد مناسب کاهش دهد؛ زیرا خود این سهامداران می‌توانند به‌عنوان پیام‌معتبرتر عمل کنند. حضور مالکان نهادی ممکن است به بازار مخابره کند که هزینه‌های نمایندگی به دلیل فعالیتهای نظارتی این گروه از سهامداران کاهش یافته است (بیچرا^{۲۲}، ۲۰۰۸).

وجود ارتباط مستقیم (مثبت): انگیزه سرمایه‌گذاران نهادی در زمینه سواری مجانی از فعالیتهای نظارتی ایجاب می‌کند که این گروه از سرمایه‌گذاران به نظارت مستقیم توسط خودشان تمایلی نداشته باشند. این سرمایه‌گذاران به جای نظارت مستقیم، شرکتها را به افزایش سود تقسیمی وادار می‌کنند؛ به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح می‌دهند تا جریانهای نقدی آزاد در قالب سود تقسیمی توزیع شود تا هزینه‌های نمایندگی مربوط به جریانهای نقدی آزاد کاهش یابد (استراتیس و وو، ۲۰۰۴). بر اساس نظریه نمایندگی، در زمان وجود تضاد منافع بین مدیر و سهامدار، پرداختهای سود تقسیمی منظم می‌تواند تضادهای نمایندگی را کاهش دهد و از این طریق، دامنه سوء استفاده احتمالی از منابع توسط مدیریت کاهش می‌یابد. بر اساس این مفروضات و با توجه به اینکه سود انباشته یک منبع تأمین مالی داخلی است، پرداخت سود تقسیمی، شرکتها را ملزم می‌کند تا در زمان نیاز به تأمین مالی به بازارهای سرمایه بیرونی یا خارجی متوسل شوند. این امر نظارت بازار سرمایه را بر شرکت تحمیل می‌کند. نقش مالکان نهادی در این فرضیه از ترجیحات مالکان نهادی مبنی بر توزیع جریانهای نقدی به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی می‌شود. با توجه به موقعیت دارای نفوذ و اثرگذار سرمایه‌گذاران نهادی، انتظار می‌رود این گروه از مالکان بر سیاستهای مالی شرکت شامل سیاست تقسیم سود تأثیر داشته باشند. بر این اساس، مالکان نهادی ممکن است با تمایل مدیران مبنی بر انباشت بیشتر جریانهای نقدی مخالفت، و با توجه به قدرت رأی خود، مدیران را به تقسیم سود وادار کنند (بیچرا، ۲۰۰۸).

۲-۲-۲- میزان تمرکز مالکیت

در زمینه ارتباط تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود، دو دیدگاه وجود دارد: دیدگاه اول بر این اساس استوار است که شرکتهایی که تعداد و درصد سهامداران بیرونی آنها کم است، به توزیع سود تمایلی ندارند؛ زیرا با توجه به نظریه هزینه نمایندگی با افزایش پراکندگی مالکیت (تعداد) و درصد سهامداران بیرونی، سود سهام نقدی مورد مطالبه سهامداران افزایش می‌یابد (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴). افزون بر این در شرکتهای با

تمرکز مالکیتی زیاد برای بهبود نظم مالی یا همگرایی منافع بین مدیران و سهامداران، ضرورتی برای توزیع سود بیشتر نیست؛ زیرا در غیاب تضادهای نمایندگی، سهامداران به اندازه کافی اطمینان دارند که جریانهای نقدی شرکت به گونه‌ای صحیح استفاده می‌شود. بنابراین، انتظار می‌رود که سود کمتری توزیع شود و در نتیجه رابطه تمرکز مالکیت و تقسیم سود، معکوس باشد (هارادا و نگوین، ۲۰۰۶). یافته‌های پژوهشهای جنسن و همکاران (۱۹۹۲)، فارینها^{۲۳} (۲۰۰۳) و هارادا و نگوین (۲۰۰۶) نیز مؤید این دیدگاه است. در دیدگاه دوم چنین استدلال می‌شود که پرداخت سود تقسیمی، جایگزینی برای نظارت به شمار می‌رود (روزف^{۲۴}، ۱۹۸۲). از سوی دیگر، سهامداران بزرگ (شرکتهای متمرکز)، قدرت کافی برای وادار کردن شرکتهای به توزیع جریانهای نقدی اضافی یا مازاد، به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی را دارند. بر این اساس، انتظار می‌رود رابطه تمرکز مالکیت و تقسیم سود، هم‌جهت باشد (هارادا و نگوین، ۲۰۰۶).

۳-۲- ترکیب هیئت مدیره

به‌منظور کنترل مشکلات نمایندگی، هزینه‌های نمایندگی (نظارت، انعقاد قرارداد، زیان باقیمانده^{۲۵}) تحمل می‌شود تا تضاد منافع بین مالک و نماینده کاهش یابد. یکی از انواع هزینه‌های نظارت به‌منظور کنترل مسئله نمایندگی به کارگیری اعضای غیرموظف^{۲۶} (مستقل) در هیئت مدیره (برای نظارت بر رفتار مدیر) است. اعضای غیرموظف، مدیران حرفه‌ای با تخصص در کنترل تصمیم هستند. وظیفه آنها فعالیت‌های همراه با مشکلات نمایندگی جدی بین اعضای مؤلف و سهامداران از قبیل وضع پاداش مدیران اجرایی و بازرسی و نظارت برای جایگزینی مدیران ارشد است. به‌علاوه، ادبیات دانشگاهی حاکی است که اعضای غیرموظف به‌گونه بهتری از منافع سهامداران حمایت می‌کنند و نماینده بهتری برای آنان هستند. بر این اساس، اعضای مستقل، مسئله نمایندگی را کنترل می‌کنند. عدم‌تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سهامداران را با ارائه افشای بهتر و با کیفیت‌تر، کاهش می‌دهند (لم و همکاران^{۲۷}، ۲۰۰۷). فاما^{۲۸} (۱۹۸۰) نیز مدعی است که کارآمدی هیئت

مدیره با ورود اعضای غیرموظف بهبود می‌یابد. یافته‌های پژوهشهای آجین‌کیا و همکاران^{۲۹} (۲۰۰۵) و کارامونو و وافیز^{۳۰} (۲۰۰۵) نیز این ادعا را تأیید می‌کند. سیاست تقسیم سود، ساز و کاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی است (روزف، ۱۹۸۲). در غیاب سایر ابزارهای نظارتی از سیاست تقسیم سود برای نظارت بر مسئله نمایندگی استفاده می‌شود. اگر اعضای غیرموظف، نقش نظارتی اثربخشی داشته باشند، استقلال هیئت و سیاست تقسیم سود در نظارت بر مشکلات نمایندگی به عنوان ابزارهای جایگزین عمل می‌کنند. در مقابل، اگر نظارت اعضای غیرموظف ناکافی باشد، امکان دارد به منظور بهبود نظارت مدیریتی، سود بیشتری تقسیم شود (عبدالسلام و همکاران^{۳۱}، ۲۰۰۸).

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پیشینه داخلی

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) به شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا ۶۳ شرکت در دوره زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۲ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی است که سیاست تقسیم سود شرکتهای از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. هم‌چنین با توجه به تأیید نظریه پیام‌رسانی، انتظار می‌رود شرکتی که از رشد سود زیادی (کمی) برخوردار است، بازده نقدی آن نیز زیاد (کم) باشد. اندازه، فرصتهای سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی از دیگر متغیرهای تبیین‌کننده سیاست تقسیم سود به شمار می‌رود. نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های بررسی ۶۶ شرکت طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ حاکی است که رابطه معنی‌دار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنادار و مثبت بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت معنی‌دار و منفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد. در مورد مالکیت خارجی، اطلاعاتی که بیانگر مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی در شرکتهای نمونه

آماری باشد، مشاهده نشد. در مالکیت خصوصی نیز بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه‌گذاران شرکتی باشد. به‌طور کلی بین ساختار مالکیت شرکتها و عملکرد آنها رابطه معناداری وجود دارد.

نوروش و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری (مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و نسبت بدهی) با هزینه‌های نمایندگی شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا، ۸۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های این پژوهش حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره با هزینه‌های نمایندگی و به‌طور کلی مؤثر بودن افزایش ساز و کارهای نظام راهبری بر کاهش هزینه‌های نمایندگی است.

۲-۳- پیشینه خارجی

روزف (۱۹۸۲) به بررسی تأثیر عوامل رشد، بتا و هزینه‌های نمایندگی بر سیاست تقسیم سود پرداخت. یافته‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون حاکی است که سیاست تقسیم سود (نسبت پرداخت سود تقسیمی) رابطه منفی و معناداری با نرخ رشد فروش گذشته و آینده، ضریب بتا و درصد سهام تحت تملک افراد درون سازمان (مالکیت مدیریتی) و رابطه مثبت و معناداری با تعداد سهام‌داران دارد. جنسن و همکاران (۱۹۹۲) به بررسی رابطه ساختار مالکیت و سیاستهای بدهی و تقسیم سود پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی است که سطح مالکیت داخلی (مدیریتی) بین شرکتها متفاوت است و شرکتها با مالکیت داخلی بالا، سطح بدهی و سود تقسیمی پایین‌تر را انتخاب می‌کنند. افزون بر این، تأثیرات سودآوری، رشد و مخارج سرمایه‌ای بر سیاستهای بدهی و تقسیم سود از یک الگوی تعدیل شده سلسله مراتبی حمایت می‌کند.

کومار (۲۰۰۳) به بررسی رابطه ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در شرکتها 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. هیچ گونه شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت خارجی و سیاست تقسیم سود یافت نشد.

استراتیس و وو (۲۰۰۴) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر تقسیم سود شرکتهای ژاپنی پرداختند. یافته‌های حاصل از رگرسیون برای داده‌های سالهای ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۰ حاکی است که تأثیر مالکیت مدیریتی و مالکیت بانکی بر بازده سود تقسیمی بویژه برای شرکتهای با رشد کم، مثبت است. هارادا و نگوین (۲۰۰۶) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکتهای ژاپنی پرداختند. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که بین تمرکز مالکیت و سود تقسیمی پرداخت شده رابطه معکوسی وجود دارد. به علاوه، احتمال کمتری هست که شرکتهای با مالکیت متمرکز، همزمان با افزایش سودآوری، سود تقسیمی را افزایش دهند و احتمال بیشتری وجود دارد که با بهبود فرصتهای سرمایه‌گذاری، هیچ سودی پرداخت نکنند. ناکور و همکاران (۲۰۰۶) به بررسی سیاست تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن در بورس اوراق بهادار تونس پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی است که سودآوری و ثبات آن به طور مستقیم و نقدشوندگی بازار سهم و اندازه بطور معکوسی، سود تقسیمی پرداخت شده را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با وجود این، تمرکز مالکیت و اهرم مالی بر میزان سود تقسیمی بی‌تأثیر است.

عبدالسلام و همکاران (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.

جیوو نای^{۳۲} (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود پرداختند. یافته‌های بررسی شرکتهای صنعتی امریکایی در دوره زمانی ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۲ حاکی است که میزان پرداخت سود با میزان مالکیت نهادی رابطه مستقیمی دارد. کوکی و گیزانی

(۲۰۰۹) نیز به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکتهای تونسوی پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی است که شرکتهای با مالکیت متمرکزتر، سود بیشتری توزیع می‌کنند؛ رابطه منفی و معناداری بین مالکیت نهادی و سطح سود تقسیمی توزیع شده وجود دارد و رابطه بین سیاست تقسیم سود و مالکیت دولتی، مثبت است.

۴- فرضیه‌های پژوهش

به منظور حصول اهداف پژوهش، فرضیه‌های اصلی و فرعی زیر طراحی شد و مورد آزمون قرار گرفت:

۱- رابطه معناداری بین ساختار مالکیت (ترکیب سهامداران) و سیاست تقسیم سود شرکتهای وجود دارد.

۱-۱- رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود شرکتهای وجود دارد.

۱-۲- رابطه معناداری بین مالکیت شرکتی و سیاست تقسیم سود شرکتهای هست.

۱-۳- رابطه معناداری بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود شرکتهای وجود دارد.

۲- رابطه معناداری بین ساختار مالکیت (میزان تمرکز مالکیت) و سیاست تقسیم سود شرکتهای هست.

۳- رابطه معناداری بین ترکیب هیئت مدیره و سیاست تقسیم سود شرکتهای وجود دارد.

۵- متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره متغیرهای مستقل و سیاست تقسیم سود، متغیر وابسته است. همچنین رشد سود و سیاست تقسیم سود سال قبل به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است.

۵-۱- متغیرهای مستقل

متغیر مستقل این پژوهش، ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره شرکتهای است. ساختار مالکیت از دو طریق ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت اندازه‌گیری می‌شود.

ترکیب سهامداران، مشابه پژوهش کومار (۲۰۰۳) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) از طریق چهار متغیر مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت خارجی اندازه‌گیری می‌شود. «درصد سهام کنترلی اول» نیز مبنای سنجش میزان تمرکز مالکیت است. منظور از «درصد سهام کنترلی اول»، درصد مالکیت مجموعه سهامدارانی است که به‌عنوان یک گروه اقتصادی، بیشترین درصد سهام کنترلی شرکت را در اختیار دارند. کم بودن این درصد به نوعی پراکندگی مالکیت را نشان می‌دهد (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴). در نهایت، ترکیب هیئت مدیره از طریق متغیر نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره، اندازه‌گیری می‌شود. این متغیر در پژوهش‌های عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) و نوروش و همکاران (۱۳۸۸) نیز با همین تعریف استفاده شده است.

۲-۵- متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش، سیاست تقسیم سود شرکت است. به‌طور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم، نشان‌دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است (کوپر و ایجیری، ۱۹۸۳: ص ۱۷۹؛ مانسینلی و اوزکان، ۲۰۰۶؛ ایمانی‌پور مقدم، ۱۳۷۷؛ قالی‌باف اصل، ۱۳۸۶: ص ۲۱). به‌علاوه از بین تمام شاخص‌های موجود سیاست تقسیم سود، نسبت سود تقسیمی هر سهم به سود هر سهم، رایجترین شاخص مورد استفاده است (مانسینلی و اوزکان، ۲۰۰۶) و در پژوهش‌های روزف (۱۹۹۲)، گال و کیلی^{۳۳} (۱۹۹۹)، مانسینلی و اوزکان (۲۰۰۶) و هارادا و نگوین (۲۰۰۶) نیز استفاده شده است. جنسن و همکاران (۱۹۹۲) و هارادا و نگوین (۲۰۰۶) معتقدند که وجود اقلام غیرمترقبه ممکن است سودمندی این رابطه را برای سنجش سیاست تقسیم سود کاهش دهد. بنابراین در این پژوهش از نسبت سود نقدی تقسیم شده به سود ناشی از فعالیت‌های عادی برای سنجش سیاست تقسیم سود شرکت استفاده می‌شود.

۳-۵- متغیرهای کنترلی

به منظور کنترل سایر عوامل احتمالی مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت، که با متغیرهای مستقل در نظر گرفته نشده، متغیرهای رشد سود و سیاست تقسیم سود سال گذشته به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. بر اساس نظریه پیام رسانی، شرکتها زمانی سود سهام نقدی خود را افزایش می دهند که انتظار افزایش در سودآوری را داشته باشند. بر اساس گام تصادفی نیز بهترین برآورد از سیاست تقسیم سود آینده شرکت، وضعیت حال آن است. بنابراین، انتظار می رود که سیاست تقسیم سود شرکتها رابطه معناداری با رشد سود (معرف افزایش سودآوری) داشته باشد (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴).

۶- روش پژوهش

این پژوهش، کاربردی و طرح آن از نوع شبه تجربی است و با استفاده از رویکرد پس رویدادی انجام می شود. از این رویکرد زمانی استفاده می شود که داده ها از محیطی فراهم شود که به گونه ای طبیعی وجود داشته یا از واقعه ای که بدون دخالت مستقیم پژوهشگر رخ داده است.

۱-۶- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، تمام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶، است. از این جامعه، بدون نمونه گیری، شرکتهای حائز شرایط زیر به عنوان نمونه انتخاب شده است:

- ۱- تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
- ۲- سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در دوره زمانی مورد بررسی، تغییری در آن ایجاد نشده باشد.
- ۳- شرکتها باید سودده و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آنها در دوره مورد بررسی، مثبت باشد.

۴- شرکتها طی دوره مورد بررسی، فعالیت مستمر داشته و سهام آنها بدون وقفه با اهمیت مورد معامله قرار گرفته باشد.

۵- جزء شرکتهای سرمایه گذاری نباشد.

۶- اطلاعات مالی مورد نیاز برای این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ به طور کامل ارائه کرده باشد.

با توجه به شرایط ذکر شده، تعداد ۷۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

۲-۶- روش گردآوری دادهها و اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز این پژوهش با استفاده از روش میدانی و از طریق بانکهای اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، گزارشهای هفتگی، ماهنامه سازمان بورس و نرم-افزارهای صحرا و تدبیرپرداز گردآوری شده است.

۳-۶- روش تجزیه و تحلیل دادهها و آزمون فرضیهها

برای تجزیه و تحلیل آماری دادهها و آزمون فرضیههای پژوهش از ضریب همبستگی چندگانه، ضریب تعیین و الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به منظور آزمون معناداری ضرایب جزئی رگرسیون در فرضیهها از آزمون t و مقدار احتمال (p -value) محاسبه شده توسط نرمافزار SPSS استفاده شده است. فرضیههای آزمون به صورت زیر بیان شد:

H_0 : نبودن رابطه معنادار متغیر مستقل و وابسته

H_1 : بودن رابطه معنادار متغیر مستقل و وابسته

در صورتی که p -value بزرگتر از سطح خطای مورد نظر α (۰.۰۵) باشد، ضریب به دست آمده معنادار نیست و فرضیه H_0 را نمی توان رد کرد. به صورت مشابه، اگر p -value از سطح خطای مورد نظر کوچکتر باشد، ضریب به دست آمده معنادار است و فرضیه H_0 رد می شود. پس از آزمون t و به منظور آزمون معناداری معادله رگرسیون در فرضیهها از

آزمون F و مقدار احتمال (p-value) محاسبه شده توسط نرم افزار SPSS استفاده شد. در معادله رگرسیون چندگانه، چنانچه رابطه‌ای بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل نباشد، باید تمام ضرایب متغیرهای مستقل در معادله، مساوی صفر باشد. با داشتن الگوی رگرسیون چندگانه، قاعده تصمیم‌گیری به صورت زیر است:

H_0 : تمام ضرایب الگوی رگرسیون برابر صفر است.

H_1 : حداقل یکی از ضرایب الگوی رگرسیون، غیر صفر است.

اگر در سطح اطمینان ۹۵٪ آماره F محاسبه شده از معادله رگرسیون از مقدار F به دست آمده از جدول توزیع فیشر بزرگتر باشد، فرض H_0 رد می‌شود و در غیر این صورت فرض H_0 پذیرفته خواهد شد. در این زمینه نیز مشابه آزمون معناداری ضرایب جزئی از مقدار احتمال (p-value) محاسبه شده توسط نرم افزار SPSS استفاده شده است.

جدول ضرایب استخراج شده از نرم افزار SPSS شامل دو دسته ضرایب استاندارد نشده (B) و ضرایب استاندارد شده (Beta) است. در ضرایب استاندارد نشده، مقیاس متغیرها با یکدیگر یکسان نیست. با وجود این در ضرایب استاندارد شده مقیاس متغیرها یکسان شده و امکان مقایسه متغیرها وجود دارد؛ به عبارت دیگر برای مقایسه اثر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته فقط از ضرایب استاندارد شده استفاده می‌شود (مؤمنی، ۱۳۸۶: ص ۱۳۹ و ۱۲۴). پس در این پژوهش از این گونه ضرایب در تحلیل و مقایسه تأثیر هر یک از متغیرها استفاده می‌شود.

۷- تجزیه و تحلیل نتایج

فرضیه اول: رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود شرکتها هست.
نتایج آزمونهای آماری فرضیه اول در جدول شماره ۱ آورده شده است. همان گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیرهای مالکیت نهادی، رشد سود و سیاست تقسیم سود سال قبل ($p\text{-value} < 0/05$) رابطه معناداری با نسبت تقسیم سود شرکتها دارند. مالکیت نهادی رابطه معکوس و متغیرهای کنترلی رشد سود و سیاست تقسیم سود سال قبل، رابطه

مستقیمی با نسبت سود تقسیم شده دارد. مقدار بتا بیانگر این است که تأثیر سیاست تقسیم سود سال قبل بر سیاست تقسیم سود سال جاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سایر متغیرهای مورد بررسی بیشتر است. با توجه به مقدار آماره $f(0/05) < p$ (value) الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و مالکیت نهادی و متغیرهای کنترلی با هم بر سیاست تقسیم سود سال جاری تأثیر معناداری دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۴۸٪ از تغییرات سیاست تقسیم سود را توضیح می‌دهد.

جدول شماره ۱: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه اول

نام متغیر	بتا	آماره t	p-value	آماره f	p-value	R ²	نتیجه فرضیه
مالکیت نهادی	-۰/۲۳۳	-۲/۲۹۰	۰/۰۲۶	۱۷/۲۴۵	۰/۰۰۰	۰/۴۸	تأیید فرضیه
رشد سود	۰/۲۶۱	۲/۳۰۳	۰/۰۲۵				
سیاست سال قبل	۰/۴۱۵	۳/۷۶۲	۰/۰۰۰				

فرضیه دوم: رابطه معناداری بین مالکیت شرکتی و سیاست تقسیم سود شرکتهای وجود دارد. نتایج آزمونهای آماری فرضیه دوم در جدول شماره ۲ آورده شده است. همان گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیرهای مالکیت شرکتی، رشد سود و سیاست تقسیم سود سال قبل (p-value < ۰/۰۵) رابطه مثبت و معناداری با نسبت تقسیم سود شرکتهای دارند. مقدار بتا بیانگر این است که تأثیر سیاست تقسیم سود سال قبل بر سیاست تقسیم سود سال جاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سایر متغیرهای مورد بررسی بیشتر است. با توجه به مقدار آماره $f(0/05) < p$ (value) الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و مالکیت شرکتی و متغیرهای کنترلی با هم بر سیاست تقسیم سود سال جاری تأثیر

معناداری دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۴۸٪ از تغییرات سیاست تقسیم سود را توضیح می‌دهند.

جدول شماره ۲: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه دوم

نام متغیر	بتا	آماره t	p-value	آماره f	p-value	R ²	نتیجه فرضیه
مالکیت شرکتی	۰/۲۲۴	۲/۱۹۰	۰/۰۳۳	۱۶/۹۸۱	۰/۰۰۰	۰/۴۷۶	تأیید فرضیه
رشد سود	۰/۲۶۷	۲/۳۵۴	۰/۰۲۲				
سیاست سال قبل	۰/۴۱۱	۳/۷۰۵	۰/۰۰۰				

فرضیه سوم: رابطه معناداری بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود شرکتها هست.
 نتایج آزمونهای آماری فرضیه سوم در جدول شماره ۳ آورده شده است. همان گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیرهای رشد سود و سیاست تقسیم سود سال قبل (p-value < ۰/۰۵) با سیاست تقسیم سود شرکتها رابطه مثبت و معناداری دارد، ولی رابطه مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود معنادار نیست. مقدار بتا بیانگر این است که تأثیر سیاست تقسیم سود سال قبل بر سیاست تقسیم سود سال جاری شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سایر متغیرهای مورد بررسی بیشتر است. با توجه به مقدار آماره f (p-value < ۰/۰۵) الگو رگرسیون برازش شده معنادار است و مالکیت مدیریتی و متغیرهای کنترلی با هم بر سیاست تقسیم سود سال جاری تأثیر معناداری دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۴۴٪ از تغییرات سیاست تقسیم سود را توضیح می‌دهند.

جدول شماره ۳: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه سوم

نتیجه فرضیه	R ²	p-value	آماره f	p-value	آماره t	بتا	نام متغیر
رد فرضیه	۰/۴۳۸	۰/۰۰۰	۱۴/۵۵۷	۰/۴۱۹	-۰/۸۱۴	-۰/۰۸۲	مالکیت مدیریتی
				۰/۰۰۷	۲/۷۹۸	۰/۳۲۰	رشد سود
				۰/۰۰۰	۳/۸۳۶	۰/۴۳۹	سیاست سال قبل

فرضیه چهارم: رابطه معناداری بین میزان تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود شرکتها وجود دارد.

نتایج آزمونهای آماری فرضیه چهارم در جدول شماره ۴ آورده شده است. همانگونه که این نگاره نشان می دهد، متغیرهای رشد سود و سیاست تقسیم سود سال قبل ($p < ۰/۰۵$) با سیاست تقسیم سود شرکتها رابطه مثبت و معناداری دارد، ولی رابطه تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود معنادار نیست. مقدار بتا بیانگر این است که تأثیر سیاست تقسیم سود سال قبل بر سیاست تقسیم سود سال جاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سایر متغیرهای مورد بررسی رابطه مثبت و معناداری است. با توجه به مقدار آماره f ($p < ۰/۰۵$) الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و تمرکز مالکیت و متغیرهای کنترلی با هم بر سیاست تقسیم سود سال جاری تأثیر معناداری دارد و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۴۳٪ از تغییرات سیاست تقسیم سود را توضیح می دهد.

جدول شماره ۴: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه چهارم

نتیجه فرضیه	R ²	p-value	آماره f	p-value	آماره t	بتا	نام متغیر
رد فرضیه	۰/۴۳۲	۰/۰۰۰	۱۴/۱۸۸	۰/۸۵۸	۰/۱۸	۰/۰۱۹	تمرکز مالکیت
				۰/۰۰۷	۲/۷۸۰	۰/۳۲۷	رشد سود
				۰/۰۰۰	۳/۷۵۷	۰/۴۳۵	سیاست سال قبل

فرضیه پنجم: رابطه معناداری بین ترکیب هیئت مدیره و سیاست تقسیم سود شرکتها هست. نتایج آزمونهای آماری فرضیه پنجم در جدول شماره ۵ آورده شده است. همان گونه که این نگاره نشان می دهد، متغیرهای استقلال هیئت مدیره (نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره)، رشد سود و سیاست تقسیم سود سال قبل ($p\text{-value} < 0/05$) با نسبت تقسیم سود شرکتها رابطه مثبت و معناداری دارد. مقدار بتا بیانگر این است که تأثیر سیاست تقسیم سود سال قبل بر سیاست تقسیم سود سال جاری شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سایر متغیرهای مورد بررسی بیشتر است. با توجه به مقدار آماره f ($p\text{-value} < 0/05$) الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و استقلال هیئت مدیره و متغیرهای کنترلی با هم بر سیاست تقسیم سود سال جاری تأثیر معناداری دارد و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۴۸٪ از تغییرات سیاست تقسیم سود را توضیح می دهد.

جدول شماره ۵: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه پنجم

نتیجه فرضیه	R ²	p-value	آماره f	p-value	آماره t	بتا	نام متغیر
تأیید فرضیه	۰/۴۷۵	۰/۰۰۰	۱۶/۹۰۴	۰/۰۳۵	۲/۱۶۰	۰/۲۴۲	استقلال هیئت مدیره
				۰/۰۴۷	۲/۰۲۹	۰/۲۳۸	رشد سود
				۰/۰۰۱	۳/۳۵۴	۰/۳۸۱	سیاست سال قبل

۸- بحث و نتیجه گیری

سیاست تقسیم سود یکی از مهمترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است. این پژوهش حاضر به بررسی تجربی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که رابطه منفی و معناداری بین مالکیت نهادی و نسبت سود تقسیمی پرداختی هست. این نتیجه با یافته های پژوهشهای کومار (۲۰۰۳) و کوکی و

گیزانی (۲۰۰۹) هماهنگ، و با یافته‌های پژوهش عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) متناقض است. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت شرکتی و نسبت سود تقسیمی پرداختی وجود دارد. این نتیجه با یافته‌های پژوهش کومار (۲۰۰۳) هماهنگ است. یافته‌های آزمون فرضیه سوم پژوهش، بیانگر نبود رابطه معنادار بین مالکیت مدیریتی و نسبت سود تقسیمی است. این نتیجه با یافته‌های پژوهش عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) هماهنگ، و با یافته‌های پژوهشهای کومار (۲۰۰۳) و استراتیس و وو (۲۰۰۴) متناقض است.

یافته‌های آزمون فرضیه چهارم بیانگر نبود رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت و نسبت سود تقسیمی است. این نتیجه با یافته‌های پژوهشهای ناکور و همکاران (۲۰۰۶) و جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) هماهنگ، و با یافته‌های پژوهشهای هارادا و نگوین (۲۰۰۶) و کوکی و گیزانی (۲۰۰۹) متناقض است. در نهایت، نتایج مربوط به آزمون فرضیه پنجم بیانگر رابطه مثبت و معنادار بین نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره و نسبت سود تقسیمی است. این نتیجه با یافته‌های پژوهش عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) متناقض است. با توجه به رابطه مثبت و معنادار بین متغیرهای کنترلی رشد سود و سیاست تقسیم سود گذشته با نسبت سود تقسیمی در تمام فرضیه‌های مورد بررسی، نظریه پیام رسانی مبنی بر اینکه شرکتها زمانی سود سهام نقدی خود را افزایش می‌دهند که انتظار افزایش سودآوری داشته باشند نیز تأیید می‌شود. این نتیجه با یافته‌های پژوهش جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) هماهنگی دارد.

یادداشتها

1. Dividend Policy
2. Baker and Powell
3. Harada and Nguyen
4. Kouki and Guizani
5. Ownership Structure
6. Board Composition
7. Cooper and Ijiri
8. Mancinelli and Ozkan
9. Naceur et al.
10. Shareholders Composition
11. Ownership Concentration
12. Kumar
13. Foreign Ownership
14. Corporate Ownership
15. Managerial Ownership
16. Institutional Ownership
17. Earnhart and Lizal
18. Rose
19. Jensen
20. D'souza and Saxena
21. Stouraitis and Wu
22. Bichara
23. Farinha
24. Rozeff
25. Residual loss
26. Independent Directors
27. Lim et al.
28. Fama
29. Ajinkya et al.
30. Karamanou and Vafeas
31. Abdelsalam et al.
32. Guo and Ni
33. Gul and Kealey

منابع

- ایمانی پور مقدم، محسن. (۱۳۷۷)، بررسی رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات سودهای آتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رساله کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- جهانخانی، علی و قربانی، سعید، (۱۳۸۴). شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات مالی. شماره ۲۰. ص. ۴۸-۲۷.
- قالیباف اصل، حسن، (۱۳۸۶)، مدیریت مالی. تهران: انتشارات پوران پژوهش.
- کرمی، غلامرضا و اسکندر، هدی، (۱۳۸۸)، ترکیب سهامداران و سیاست تقسیم سود، مجله حسابداری، سال بیست و چهارم، شماره ۲۰۷، ص ۵۷-۵۳.
- مؤمنی، منصور، (۱۳۸۶)، تحلیل های آماری با استفاده از SPSS، تهران: انتشارات کتاب نو.
- نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷)، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، ص ۱۰۰-۸۳.

- نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و وافی ثانی، جلال، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری*. شماره اول. ص ۲۷-۴.
- نوو، ریموند، (۱۹۸۶)، *مدیریت مالی*، ج دوم، [علی جهانخانی و علی پارسایان]، تهران: انتشارات سمت.
- 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.
- Ajinkya, B; Bhojraj, S, and Sengupta, P. (2005). The association between outside directors, Institutional investors and the properties of management earning forecast. *Journal of Accounting Research*. Vol. 43, No. 3, pp. 343-376.
- Baker, K, and Powell, G. (2005). *Understanding Financial Management*. Blackwell Publishing.
- Bichara, L. (2008). Institutional Ownership and Dividend Policy: A Framework based on tax clientele, information signals and Agency costs. *Ph. D Dissertation*. University of North Texas.
- Cooper, W, and Ijiri, Y. (1983). *Kohler's Dictionary for Accountants*. Sixth edition. Prentice-Hall.
- D'souza, J, and Saxena, A. (1999). Agency Cost, Market Risk Investment opportunities and Dividend Policy: An International Perspective. *Managerial Finance*. Vol. 25, No. 6, pp. 35-43.
- Earnhart, D, and Lizal, L. (2006). Effects of Ownership and Financial Performance on Corporate Environmental Performance. *Journal of Comparative Economics*. Vol. 34, pp. 111-129.
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanation of Dividends. *The American Economic Review*. Vol. 74, No. 4, pp. 650-659.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*. Vol. 88, No. 2, pp. 288-307.
- Farinha, J. (2003). Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 30, pp. 1173-1209.
- Gul, F, and Kealey, B. (1999). Chaebol, Investment Opportunity Set and Corporate Debt and Dividend Policies of Korean Companies. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 13, No. 4, pp. 401-416.
- Guo, W, and Ni, J. (2008). Institutional Ownership and Firm's Dividend Policy, *Corporate Ownership & Control*. Vol. 5, No. 2, pp. 128-136.
- Harada, K, and Nguyen, P. (2006). Ownership Concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan. Working paper. [Online]. www.ssrn.com.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*. Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.

- Jensen, G; Solberg, D, and Zorn, T. (1992). Simultaneous Determination of Insider ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 27, No. 2, pp. 247-263.
- Karamanou, I, and Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earning forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*. Vol. 43, No. 3, pp. 453-486.
- Kouki, M, and 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.
- Kumar, J. (2003). Does Ownership Structure Influence Firm value? Evidence form India. Working paper. [Online]. www.ssrn.com.
- Lim, S; Matolcsy, Z, and Chow, D. (2007). The association between board composition and different types of voluntary disclosure. *European Accounting Review*. Vol. 16, No. 3, pp. 555-583.
- Mancinelli, L, and Ozkan, A. (2006). Ownership structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms. *The European journal of Finance*. Vol. 12, No. 3, pp. 265-282.
- Naceur, S; Goaied, M, and Belanes. A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*. Vol. 6, No.1, pp. 1-23.
- Rose, C. (2005). Managerial Ownership and Firm Performance in Listed Danish Firms: In Search of the Missing Link. *European Management Journal*. Vol. 23, No. 5, pp. 542-553.
- Rozeff, M. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*. Vol. 5, No.3, pp. 249-259.
- Stouraitis, A, and Wu, L. (2004). The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem. Working paper. [Online]. www.ssrn.com.