

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی  
سال ششم، شماره دوم، شماره پیاپی (۲۰)، تابستان ۱۳۹۳  
تاریخ وصول: ۱۳۹۱/۷/۲۹  
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۵/۱۴  
صص: ۶۱-۷۴

## بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد حسین ستایش<sup>۱\*</sup>، شهلا ابراهیمی<sup>\*\*</sup>  
\* دانشیار حسابداری، دانشگاه شیراز  
setayesh@shirazu.ac.ir  
<sup>\*\*</sup> دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شیراز  
shebrahimi\_3622@yahoo.com

### چکیده

هدف این مقاله، بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است. از این رو، تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال - هیرشمن برای سهامداران دارای مالکیت بزرگ‌تر و مساوی ۵ درصد محاسبه و نسبت سود سهام پرداختی به دارایی‌های سال قبل، سود سهام پرداختی به سود خالص (نسبت پرداخت سود سهام)، سود سهام پرداختی به فروش سال قبل و سود سهام پرداختی به ارزش بازار سال قبل (نسبت بازده سود سهام) به عنوان معیارهای میزان پرداخت سود سهام در نظر گرفته شده و چهار فرضیه مطرح شد. نمونه مورد بررسی شامل ۸۶ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۲-۱۳۸۸ است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش به روش داده‌های ترکیبی بیانگر این است که بین تمرکز مالکیت با نسبت بازده سود سهام، نسبت پرداخت سود سهام، نسبت سود سهام پرداختی به فروش و نسبت سود سهام پرداختی به دارایی‌ها رابطه مثبتی وجود دارد؛ اما این رابطه در مورد نسبت سود سهام پرداختی به دارایی‌ها معنادار نیست؛ به بیان دیگر، هر چقدر تمرکز مالکیت بیشتر باشد، سود سهام پرداختی نیز بیشتر خواهد بود. این یافته با فرضیه نظارت سازگار است؛ بدین معنا که تمرکز مالکیت یک ساز و کار حاکمیت شرکتی اثربخش محسوب می‌شود.

واژه‌های کلیدی: سود سهام، تمرکز مالکیت، داده‌های ترکیبی، بورس اوراق بهادار تهران.

**مقدمه**

اگرچه متون پیشین، سیاست سود سهام را از زوایای بسیار گوناگونی بررسی کرده‌اند؛ اما دانشمندان مالی کماکان در جستجوی بهترین پاسخ به این سوال هستند که چرا شرکت‌ها سود سهام می‌پردازند؟ [۸] پژوهش‌های متعددی به بررسی این مساله در بافت مالیات پرداخته و از اثر مالیاتی پرداخت سود سهام برای موکلین طرفداری می‌کنند. به دلیل شواهد مختلط در زمینه مالیات و سود سهام، پژوهش‌های دیگر درصدد تبیین سیاست سود سهام با استفاده از استدلال‌های عدم تقارن اطلاعاتی بوده‌اند. این در حالی است که سایر پژوهش‌ها توجیه‌های رفتاری برای سیاست سود سهام ارائه نموده‌اند [۱۰].

از جمله استدلال‌های عدم تقارن اطلاعاتی، فرضیه علامت‌دهی جریان نقدی است. طبق این فرضیه، مدیران در مقایسه با افراد خارج از شرکت دارای اطلاعات بیشتری درباره جریان‌های نقدی آتی هستند و آن‌ها انگیزه دارند که آن اطلاعات را به سرمایه‌گذاران علامت دهند [۱۸] به بیان دیگر، تغییرات سود سهام بیانگر اطلاعاتی است که مدیران می‌توانند درباره سودآوری آتی شرکت داشته باشند.

از این رو، سیاست سود سهام به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سهامداران کمک می‌کند. جریان‌های پژوهشی دیگر نقش علامت‌دهی سود سهام را به چالش کشیدند و در عوض، بیان کردند که هزینه‌های نمایندگی بالقوه مرتبط با تفکیک مالکیت و مدیریت موجب ترغیب نقش کاهش تضاد برای پرداخت سود سهام می‌شود. از دید این گروه از پژوهشگران، سود سهام موجب کاهش جریان نقدی آزاد تحت اختیار مدیران می‌شود [۸]. در واقع، فرضیه

جریان نقدی آزاد بیانگر این است که ارزش شرکت در صورتی باید افزایش یابد که مدیرانی که بیش از حد سرمایه‌گذاری می‌کنند، بخش زیادی از جریان نقدی خود را به عنوان سود سهام بپردازند و کمتر در پروژه‌های دارای خالص ارزش منفی سرمایه‌گذاری نمایند [۱۸]. افزون بر این، ایستربروک (۱۹۸۴) بیان نمود که پرداخت سود سهام، شرکت‌ها را وادار می‌کند تا برای افزایش سرمایه اضافی به بازارهای سرمایه بروند. از این رو، هزینه‌های نمایندگی در نتیجه افزایش واریسی که بازار سرمایه بر شرکت اعمال می‌نماید، کاهش یافته و این فرصت برای سهامداران برون سازمانی فراهم می‌شود که نوعی نظارت را بر مدیران اعمال کنند [۸]. از این رو، سیاست پرداخت سود سهام یک ابزار حاکمیتی اثربخش برای کاهش هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شود. در واقع، قراردادهای بدهی تعیین‌کننده شرایط پرداخت سود می‌تواند تضاد بین سهامداران و بستانکاران را کاهش داده و افزایش نظارت از جانب بازارهای سرمایه نیز به کاهش تضاد بین مدیران و سهامداران کمک می‌کند [۱۶]. از سوی دیگر، سهامداران عمده از قدرت و اختیار قابل ملاحظه‌ای در زمینه تصمیم‌های کلیدی نظیر پرداخت سود سهام و در نتیجه، اعمال نظارت برخوردارند. از آنجا که یک ویژگی سیستم حاکمیت شرکتی شرکت‌های ایرانی وجود سهامداران عمده است، در این مقاله تاثیر تمرکز مالکیت بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود.

**مبانی نظری**

تفکیک مالکیت و کنترل به مشکلات کلاسیک نمایندگی بین مدیران و سهامداران منجر می‌شود.

عمده، تصمیمات شرکت بهتر با منافع سهامداران همراستاست و این امر باید به افزایش ارزش شرکت منجر شود. در واقع، شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز از شاخص‌های عملکرد بهتری برخوردارند.

به دلیل این‌که نظارت بیشتر از جانب سهامداران عمده تضمین می‌کند که منابع شرکت کمتر در پروژه‌های با کیفیت ضعیف هدر داده می‌شوند، مفهوم ضمنی این امر آن است که وجه نقد بیشتری را می‌توان به عنوان سود سهام پرداخت نمود [۲۰].

بنابراین، طبق فرضیه نظارت مالکیت متمرکز سهام یک ساز و کار حاکمیت شرکتی کلیدی محسوب شده و بین تمرکز مالکیت و پرداخت سود سهام رابطه مثبتی وجود دارد.

۲- فرضیه کسب منفعت: اغلب، سهامداران عمده از اختیار و انگیزه لازم برای کسب منافع شخصی (برای نمونه، حقوق یا مزایای زیاد برای سهامدار عمده یا به کارگیری دارایی‌های شرکت در جهت تامین منافع سایر شرکت‌های تحت تملک سهامداران عمده) از حق کنترل خود بر شرکت برخوردارند؛ اما پرداخت سود سهام تضمین می‌کند که به صورت متناسب مبالغی بین سهامداران بزرگ و کوچک تقسیم شود. از این رو، سود سهام ابزاری ایده‌آل برای محدود نمودن کسب منافع از سهامداران اقلیت است. سهامدار عمده با اعطای سود سهام به سهامداران کوچک می‌تواند بی‌میلی خویش به سوء استفاده از آن‌ها را علامت دهد. از سوی دیگر، کاهش سود سهام با قرار دادن پول بیشتری در اختیار سهامدار عمده می‌تواند توان بالقوه کسب منافع را افزایش دهد [۱۸]. بنابراین، طبق فرضیه کسب منفعت انتظار می‌رود شرکت‌هایی که تضاد بین سهامدار بزرگ - کوچک در آن‌ها شدیدتر

چنین مشکلاتی را می‌توان از طریق افزایش مالکیت و اعمال نظارت از جانب سهامداران عمده دارای مقادیر قابل توجهی سهم مالکانه در شرکت کاهش داد [۱۰].

در اکثر کشورها به جز ایالات متحده، کانادا و استرالیا، شرکت‌های بزرگ معمولاً دارای سهامدارانی هستند که بخش قابل توجهی از سهام تحت تملک آن‌هاست. این سهامداران به گونه‌ای اثربخش می‌توانند تصمیمات مدیران را کنترل نمایند (در واقع، مدیران معمولاً متعلق به این دسته‌اند) و از این رو، مشکل کنترل مدیریت به خودی خود در این کشورها به اندازه کشورهای دسته نخست شدید نیست. از سوی دیگر، سهامداران کنترل‌کننده می‌توانند سیاست‌هایی را اجرا کنند که به آن‌ها نفع رسانده، موجب تحمیل هزینه به سهامداران اقلیت شود [۲۴].

به بیان دیگر، افزایش مالکیت نیز به نوبه خود به نوع دیگری از مشکلات نمایندگی منجر می‌شود. تمرکز مالکیت و کنترل می‌تواند موجب تضاد منافع بین سهامداران بزرگ و کوچک شود. از این رو، تمرکز مالکیت به صورت بالقوه دارای دو تاثیر متضاد است: [۲۰]

۱- فرضیه نظارت: تمرکز مالکیت شرایط نظارت بر مدیریت شرکت را برای سهامداران عمده فراهم نموده و از این رو، مساله سواری مجانی مرتبط با مالکیت پراکنده را مرتفع می‌کند. به موجب این مساله، هیچ سهامدار منفردی انگیزه کافی ندارد تا هزینه‌های نظارت را خودش تحمل نموده و برای تمامی سهامداران منفعت کسب نماید [۲۰]. اما مالکیت عمده موجب ترغیب سهامداران به نظارت شده و همچنین، اهرم لازم برای اعمال کنترل را فراهم می‌نماید [۲۳]. به دلیل نظارت فعال سهامداران

است، بخش کمتری از سودشان را به عنوان سود سهام پرداخت کنند.

### پیشینه پژوهش

#### پژوهش‌های خارجی

هازادا و نیوین [۲۰] به بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر پرداخت سود سهام نمونه‌ای متشکل از ۱۴۳۱ شرکت ژاپنی پذیرفته شده در بورس سهام توکیو در دوره زمانی ۲۰۰۷ - ۱۹۹۵ پرداختند. نتایج آن‌ها با فرضیه کسب منافع مبنی بر وجود رابطه منفی بین نسبت سود سهام به سود و نسبت سود سهام به ارزش دفتری سهام با تمرکز مالکیت سازگار بود.

همچنین، آن‌ها دریافتند که با احتمال کمی، شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز در زمان افزایش سود یا کاهش بدهی، سود سهام نقدی خود را افزایش می‌دهند.

ژانگ [۲۶] سیاست سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در هنگ کنگ را با شرکت‌های پذیرفته شده در مینلند مقایسه نمود. نتایج آن‌ها نشان داد که در هر دو گروه، بین مالکیت مدیریتی و پرداخت سود سهام رابطه منفی وجود دارد؛ اما این رابطه در شرکت‌های مینلند قویتر است. از سوی دیگر، تمرکز مالکیت شرکت‌های مینلند موجب تضعیف رابطه منفی بین مالکیت مدیریتی و پرداخت سود سهام می‌شود. به بیان دیگر، تمرکز مالکیت در مینلند موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. به گونه کلی، آن‌ها نتیجه گرفتند که سهامداران عمده مینلند در مقایسه با سهامداران عمده هنگ کنگ نقش فعالتری را ایفا می‌نمایند.

گوگلر و یورتوگلو [۱۸] با استفاده از تمرکز مالکیت، تضاد منافع بین سهامداران کوچک و بزرگ

۲۶۶ شرکت آلمانی طی دوره زمانی ۱۹۹۸ - ۱۹۹۲ را بررسی نموده و دریافتند که مالکیت نخستین سهامدار عمده موجب کاهش نسبت پرداخت سود سهام شده؛ اما مالکیت دومین سهامدار عمده نسبت پرداخت سود سهام را افزایش می‌دهد.

مانسینلی و اُزکان [۲۵] تاثیر سهامداران بزرگ بر سیاست پرداخت سود سهام ۱۳۹ شرکت پذیرفته شده در بورس ایتالیا را در سال ۲۰۰۱ بررسی نمودند.

نتایج آن‌ها نشان‌دهنده این بود که با افزایش حق رای بزرگترین سهامدار، نسبت پرداخت سود سهام کاهش می‌یابد. همچنین، آن‌ها تاثیر حضور سایر سهامداران بزرگ غیر کنترل‌کننده را نیز آزمون نمودند. این بررسی حاکی از این بود که توافق بین حق رای سهامداران بزرگ موجب محدود شدن قدرت رای‌دهی سایر سهامداران بزرگ غیر کنترل‌کننده می‌شود.

چن و همکاران [۱۲] رابطه بین تمرکز مالکیت خانوادگی و پرداخت سود سهام ۴۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس هنگ کنگ را در دوره زمانی ۱۹۹۸ - ۱۹۹۵ به صورت تجربی آزمون کردند. آن‌ها دریافتند که رابطه کمی بین مالکیت خانوادگی و سیاست سود سهام وجود دارد. به بیان دقیق‌تر، تنها در مورد شرکت‌های کوچک، رابطه منفی معناداری بین پرداخت سود سهام و مالکیت خانوادگی تا ۱۰٪ سهام شرکت و رابطه مثبتی برای مالکیت بین ۱۰٪ تا ۳۵٪ وجود داشت.

#### پژوهش‌های داخلی

صادقی شریف و بهادری [۳] به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند.

این بود که بین شاخص حاکمیت شرکتی و تقسیم سود رابطه منفی معناداری وجود دارد.

شاخص حاکمیت شرکتی با استفاده از فهرستی متشکل از هشت طبقه افشا، اخلاق تجاری، آموزش، رعایت الزامات قانونی، حسابرسی، مالکیت، ساختار هیات مدیره، مدیریت دارایی‌ها و نقدینگی محاسبه شده است.

### روش پژوهش

این پژوهش کاربردی و طرح آن از نوع شبه‌تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. به بیان دیگر، این روش برای انجام پژوهش‌هایی به‌کار می‌رود که پژوهشگر در جستجوی علت یا علل روابط معینی است که در گذشته رخ داده و تمام شده است. بنابراین، این نوع طرح پژوهش از روایی بیرونی بالایی برخوردار است [۵].

تفاوت‌های این پژوهش با سایر پژوهش‌های داخلی بدین قرار است:

۱- در این پژوهش، چهار معیار به عنوان شاخص پرداخت سود سهام در نظر گرفته شده است؛ در حالی که پژوهش‌های پیشین از یک معیار استفاده کرده‌اند.

۲- روش مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل داده، روش داده‌های ترکیبی است. از این رو، برای آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار EViews استفاده شده است؛ اما در پژوهش‌های پیشین رگرسیون مقطعی با بهره‌گیری از نرم افزار SPSS به‌کار گرفته شده است.

۳- تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال - هیرشمن و برای تمامی مالکیت‌های بیشتر از ۵ درصد محاسبه شده است؛ اما پژوهش‌های قبلی تمرکز مالکیت را با استفاده از درصد مالکیت نخستین

نتایج یافته‌های پژوهش آن‌ها با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۴۱ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۷ - ۱۳۸۱ بیانگر این بود که میزان مالکیت بزرگترین سهامدار، میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر و سهامداران نهادی بر روی نسبت پرداخت سود شرکت تأثیر مثبت دارد؛ اما مالکیت سهامداران حقیقی دارای تأثیر منفی بر نسبت پرداخت سود است.

فروغی و همکاران [۷] میزان و نحوه تأثیرگذاری مالکیت نهادی و نیز مالکیت مدیریتی بر سیاست تقسیم سود ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵ - ۱۳۸۰ را بررسی کردند. نتایج آن‌ها بیانگر این است که میزان سهام مدیریتی شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ اما مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ندارند.

ستایش و کاظم نژاد [۲] به بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود ۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ - ۱۳۸۲ پرداختند.

یافته‌های آن‌ها بیانگر این است که مالکیت شرکتی و استقلال هیات مدیره دارای تاثیر مثبت و مالکیت نهادی دارای تاثیر منفی بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌های مورد بررسی بوده است؛ اما بین مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت (میزان مالکیت بزرگترین سهامدار) با نسبت تقسیم سود رابطه معناداری وجود نداشت.

فخاری و یوسفعلی تبار [۶] رابطه بین سود تقسیمی و حاکمیت شرکتی ۱۲۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۳ بررسی نمودند. یافته‌های آن‌ها حاکی از

در این رابطه،  $SHARE_{i,j}$  درصد سهام تحت تملک سهامدار  $i$  در شرکت  $j$  است. در این پژوهش، درصد مالکیت بزرگتر و مساوی ۵ درصد در محاسبه شاخص هرفیندال - هیرشمن در نظر گرفته شده است. هر چقدر این شاخص بیشتر باشد، بیانگر تمرکز بیشتر و حضور تعداد اندکی سهامدار عمده در ساختار مالکیت شرکت است و برعکس.

#### متغیر وابسته

در این پژوهش، همچون پژوهش‌های آدجواد و بن امار [۸]، هارادا و نیوین [۲۱]، مانسینلی و اُزکان [۲۵]، چن و همکاران [۱۲]، بالکران [۱۰]، هی [۲۱]، گروتن و میچائیلی [۱۷]، فاما و فرنچ [۱۴] و جنسن و همکاران [۲۲] وابسته عبارتند از: سود سهام نقدی سهام عادی تقسیم بر کل دارایی‌های سال قبل، سود سهام نقدی سهام عادی تقسیم بر کل فروش سال قبل، سود سهام نقدی سهام عادی تقسیم بر سود خالص (نسبت پرداخت سود سهام) و سود سهام نقدی سهام عادی تقسیم بر کل ارزش بازار سهام عادی سال قبل (نسبت بازده سود سهام).

#### متغیرهای کنترلی

پژوهش‌های پیشین پیرامون سود سهام چندین عامل را بر شمرده‌اند که ممکن است بر پرداخت سود سهام توسط شرکت تاثیر بگذارند. از این رو، در این پژوهش تاثیر این عوامل کنترل می‌شود. متغیرهای کنترلی عبارتند از:

اندازه: مطابق پژوهش‌های هی [۲۱]، گروتن و میچائیلی [۱۷] و فاما و فرنچ [۱۴] ارزش بازار سهام به عنوان معیار اندازه در نظر گرفته شده است. از این رو، قیمت سهام در پایان سال در تعداد سهام در دست سهامداران ضرب شده است.

سهامدار بزرگ و تمرکز مالکیت ۵ سهامدار بزرگ اندازه‌گیری نموده‌اند.

۴- با توجه به پیشینه پژوهش و روش گردآوری داده‌ها، دوره زمانی و تعداد شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش متفاوت با سایر پژوهش‌های داخلی است.

#### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش بالا مبنی بر وجود رابطه بین تمرکز مالکیت و پرداخت سود سهام، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین گردید:

۱- بین تمرکز مالکیت و سود سهام نقدی به ارزش بازار سهام قبل رابطه معناداری وجود دارد.

۲- بین تمرکز مالکیت و سود سهام نقدی به سود خالص رابطه معناداری وجود دارد.

۳- بین تمرکز مالکیت و سود سهام نقدی به کل فروش سال قبل رابطه معناداری وجود دارد.

۴- بین تمرکز مالکیت و سود سهام نقدی به کل دارایی‌های سال قبل رابطه معناداری وجود دارد.

#### تعریف متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، از سه دسته متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی استفاده می‌شود.

#### متغیر مستقل

متغیر مستقل در این مطالعه، تمرکز مالکیت است که با استفاده از شاخص هرفیندال - هیرشمن اندازه‌گیری می‌شود. این شاخص به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$HHI = \sum_{i=1}^{N_j} (SHARE_{i,j})^2$$

فرضیه ۲

$$\frac{D_{it}}{I_{it}} = \beta_0 + \beta_1 HHI_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LMV_{it} + \beta_4 RE_{it} + \beta_5 DR_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه ۳

$$\frac{D_{it}}{S_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 HHI_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LMV_{it} + \beta_4 RE_{it} + \beta_5 DR_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه ۴

$$L\left(\frac{D_{it}}{A_{it-1}}\right) = \beta_0 + \beta_1 HHI_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LMV_{it} + \beta_4 RE_{it} + \beta_5 DR_{it} + \varepsilon_{it}$$

$L\left(\frac{D_{it}}{MV_{it-1}}\right)$ : لگاریتم سود سهام نقدی سهام عادی

تقسیم بر کل ارزش بازار سهام سال قبل

$\frac{D_{it}}{S_{it-1}}$ : سود سهام نقدی سهام عادی تقسیم بر کل

فروش سال قبل

$\frac{D_{it}}{I_{it}}$ : سود سهام نقدی سهام عادی تقسیم بر سود

خالص

$L\left(\frac{D_{it}}{A_{it-1}}\right)$ : لگاریتم سود سهام نقدی سهام عادی

تقسیم بر کل دارایی‌های سال قبل

$HHI_{it}$ : شاخص هرفیندال - هیرشمن

$ROA_{it}$ : بازده دارایی‌ها

$LMV_{it}$ : لگاریتم ارزش بازار سهام

$RE_{it}$ : نسبت سود انباشته به کل حقوق صاحبان سهام

$DR_{it}$ : نسبت بدهی (اهرم)

جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و محدوده زمانی

با توجه به محدودیت اطلاعات، دوره مورد

مطالعه از سال ۱۳۸۲ تا پایان ۱۳۸۸ و جامعه آماری

مورد بررسی کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

سودآوری: همانند پژوهش‌های بالکران [۱۰]، چن و همکاران [۱۲]، هی [۲۱] و گرولن و میچائیلی [۱۷] از بازده دارایی‌ها به عنوان شاخص سودآوری استفاده می‌شود. برای محاسبه بازده دارایی‌ها، سود عملیاتی بر کل دارایی‌ها تقسیم می‌شود.

نسبت بدهی (اهرم): از طریق نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. این نسبت در پژوهش‌های بالکران [۱۰]، چن و همکاران [۱۲]، آدجواد و بن امار [۸]، هارادا و نیوین [۲۰]، هی [۲۱] و گرولن و میچائیلی [۱۷] نیز به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است.

نسبت سود انباشته به کل حقوق صاحبان سهام: این نسبت نشان‌دهنده چرخه عمر شرکت است. طبق تئوری چرخه عمر، شرکت‌های جوانتر سود سهام کمتری می‌پردازند؛ زیرا وجوه داخلی آن‌ها برای پوشش فرصت‌های سرمایه‌گذاریشان کافی نیست؛ اما شرکت‌های بالغ، سود سهام بیشتری می‌پردازند؛ چون وجوه داخلی آن‌ها از فرصت‌های سرمایه‌گذاریشان بیشتر است. از این رو، برای تعدیل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد مازاد اقدام به پرداخت سود سهام می‌نمایند. بنا به این دلیل، این متغیر نیز توسط ایزدی‌نیا و علینقیان [۱]، هی [۲۱] و دی آنجلو و همکاران [۱۳] به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر پرداخت سود سهام در نظر گرفته شده است.

مدل‌های آزمون فرضیه‌ها

مدل‌های زیر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

تخمین زده شدند:

فرضیه ۱

$$L\left(\frac{D_{it}}{MV_{it-1}}\right) = \beta_0 + \beta_1 HHI_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LMV_{it} + \beta_4 RE_{it} + \beta_5 DR_{it} + \varepsilon_{it}$$

(www.fipiran.org) و (www.irportfolio.com)

مغایرت‌گیری به عمل آمد.

### روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش، به منظور بررسی تمرکز مالکیت و سود سهام پرداختی شرکت‌ها، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت بررسی می‌شوند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی ۱۳۸۲ - ۱۳۸۸ آزمون می‌شوند. بنابراین، در این بررسی، از تجزیه و تحلیل "داده‌های ترکیبی" استفاده خواهد شد [۱۹].

در ابتدا به بررسی ایستایی یا پایایی متغیرهای مستقل، وابسته و کنترل پژوهش پرداخته شد.

پارامترهای (گشتاورهای) مربوط به متغیرهای هر مدل اعم از مستقل، کنترل و وابسته باید در طول زمان در یک مدل رگرسیونی از نوع سری زمانی ثابت باشند که برای تعیین ایستایی (پایایی) متغیرهای مدل از آزمون ریشه واحد فیلیپس پرون استفاده می‌شود [۴].

بر اساس آزمون ریشه واحد فیلیپس پرون، چون مقدار P-Value کمتر از ۰.۵٪ بوده است، کل متغیرهای مستقل، وابسته و کنترل پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده‌اند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. نگاره (۱) خلاصه این اطلاعات را نشان می‌دهد.

اوراق بهادار تهران است. در انتخاب نمونه موارد زیر در نظر گرفته شده است:

پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند باشد، شرکت‌ها در طی دوره مورد نظر سال مالی خود را تغییر نداده باشند، شرکت‌ها در طی دوره‌های مورد نظر توقف فعالیت نداشته باشند، صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت‌ها در دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ به گونه کامل در سایت بورس اوراق بهادار موجود باشد، صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت اصلی نیز در دوره مورد بررسی به گونه مجزا از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت تلفیقی موجود باشد و شرکت انتخابی جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و مؤسسه‌های بیمه نباشد.

با توجه به محدودیت‌های فوق تعداد ۸۶ شرکت یافت گردید. از این رو، کل این شرکت‌ها بررسی شد و هیچ‌گونه نمونه‌گیری به عمل نیامد.

### روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش آرشیوی استفاده می‌شود. برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات مالی مورد نیاز ابتدا داده‌های نرم افزار رهاورد نوین و نرم افزار تدبیر پرداز در کنار هم قرار داده شده و اقلام مغایر شناسایی شدند.

از آنجا که اختلاف قابل توجهی بین ارقام دو نرم‌افزار وجود داشت، با استفاده از صورت‌های مالی موجود در سایت سازمان بورس اوراق بهادار (www.rdis.ir) و اطلاعات سایت‌های



نگاره ۱. نتایج آزمون فیلیپس پرون

| متغیر                                    | آماره $\chi^2$ | سطح معناداری | متغیر      | آماره $\chi^2$ | سطح معناداری |
|--|----------------|--------------|------------|----------------|--------------|
| $L\left(\frac{D_{it}}{A_{it-1}}\right)$  | ۳۵۳/۵۸۱        | ۰/۰۰۰۰       | $ROA_{it}$ | ۲۳۵/۹۶۷        | ۰/۰۰۰۹       |
| $\frac{D_{it}}{S_{it-1}}$                | ۳۶۵/۰۶۶        | ۰/۰۰۰۰       | $LMV_{it}$ | ۳۰۳/۷۵۹        | ۰/۰۰۰۰       |
| $\frac{D_{it}}{I_{it}}$                  | ۳۸۳/۶۸۱        | ۰/۰۰۰۰       | $RE_{it}$  | ۲۴۹/۰۲۲        | ۰/۰۰۰۱       |
| $L\left(\frac{D_{it}}{MV_{it-1}}\right)$ | ۳۰۱/۸۸۳        | ۰/۰۰۰۰       | $DR_{it}$  | ۲۴۱/۹۳۷        | ۰/۰۰۰۴       |
| $HHI_{it}$                               | ۴۲۷/۹۲۰        | ۰/۰۰۰۰       |            |                |              |

نگاره ۳. نتایج آزمون به روش پاگان

| فرضیه | آماره $\chi^2$ | سطح معناداری |
|-------|----------------|--------------|
| ۱     | ۱۸/۲۴۲۴۲۷      | ۰/۰۰۲۷       |
| ۲     | ۱۰/۹۸۶۵۳۶      | ۰/۰۰۵۱۶      |
| ۳     | ۱۵/۹۱۳۱۹۵      | ۰/۰۰۰۷۱      |
| ۴     | ۲۶/۶۶۱۱۲۷      | ۰/۰۰۰۰۱      |

با توجه به این که آزمون چاو وجود اثر ثابت و آزمون بروش پاگان نیز وجود اثر تصادفی را تایید کرد، به منظور انتخاب از بین روش اثر ثابت و اثر تصادفی، آزمون هاسمن (۱۹۷۸) اجرا شد [۹]. نتایج به دست آمده از این آزمون که در نگاره (۴) آورده شده است، بیانگر رد فرضیه صفر و انتخاب روش اثرهای ثابت برای فرضیه‌های ۱، ۳ و ۴ و عدم رد فرض صفر و به کارگیری روش اثرهای تصادفی برای فرضیه ۲ است.

نگاره ۴. نتایج آزمون هاسمن

| فرضیه | آماره $\chi^2$ | سطح معناداری |
|-------|----------------|--------------|
| ۱     | ۱۸/۲۴۲۴۲۷      | ۰/۰۰۲۷       |
| ۲     | ۱۰/۹۸۶۵۳۶      | ۰/۰۰۵۱۶      |
| ۳     | ۱۵/۹۱۳۱۹۵      | ۰/۰۰۰۷۱      |
| ۴     | ۲۶/۶۶۱۱۲۷      | ۰/۰۰۰۰۱      |

سپس، آزمون چاو (۱۹۶۰) به منظور انتخاب از بین روش داده‌های تلفیقی و روش اثرهای ثابت انجام شده است [۹]. نتایج حاصل از این آزمون که در نگاره (۲) آورده شده است، بیانگر رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش اثرهای ثابت برای این گروه از شرکت‌هاست.

نگاره ۲. نتایج آزمون چاو

| فرضیه | آماره $F$               | سطح معناداری |
|-------|-------------------------|--------------|
| ۱     | $F(۸۵, ۵۱۱) = ۳/۸۲۴۹۵۶$ | ۰/۰۰۰۰       |
| ۲     | $F(۸۵, ۵۱۱) = ۱/۶۷۰۷۱۱$ | ۰/۰۰۰۴       |
| ۳     | $F(۸۵, ۵۱۱) = ۶/۷۸۹۲۲۳$ | ۰/۰۰۰        |
| ۴     | $F(۸۵, ۵۱۱) = ۳/۳۰۲۳۳۴$ | ۰/۰۰۰۰       |

در مرحله بعد آزمون بروش پاگان (۱۹۸۰) انجام شد. هدف از انجام این آزمون، تعیین وجود اثر تصادفی در داده‌ها یا استفاده از روش داده‌های تلفیقی است [۹]. نتایج حاصل از این آزمون که در نگاره (۳) آورده شده است، حاکی از رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش اثرهای تصادفی برای شرکت‌های مورد بررسی است.

نگاره (۵) نتایج برآورد مدل فرضیه‌های ۱، ۳ و ۴ را به روش اثرهای تصادفی نشان می‌دهد. پژوهش را به روش اثرهای ثابت و فرضیه ۲ پژوهش

## نگاره ۵. نتایج برآورد الگو

| فرضیه ۴    | فرضیه ۳    | فرضیه ۲    | فرضیه ۱    |                          |
|------------|------------|------------|------------|--------------------------|
| -۰/۲۶۴۹۷۳  | -۱/۰۳۲۷۵۰  | ۰/۳۲۷۴۳۲   | ۰/۰۶۸۴۸۴   | C                        |
| (۰/۰۰۰۰)   | (۰/۰۰۰۰)   | (۰/۰۳۷۲)   | (۰/۲۰۷۴)   |                          |
| ۰/۰۱۱۳۸۷   | ۰/۱۳۴۲۰۵   | ۰/۲۰۷۱۸۰   | ۰/۰۴۸۴۴۶   | HHI <sub>it</sub>        |
| (۰/۳۵۶۳)   | (۰/۰۴۲۸)   | (۰/۰۰۴۳)   | (۰/۰۱۹۹)   |                          |
| ۰/۳۳۲۱۱۴   | ۰/۸۶۳۷۲۴   | ۰/۵۱۰۰۶۹   | ۰/۱۹۸۲۹۸   | ROA <sub>it</sub>        |
| (۰/۰۰۰۰)   | (۰/۰۰۰۰)   | (۰/۰۰۰۰)   | (۰/۰۰۰۰)   |                          |
| ۰/۰۴۱۷۰۱   | ۰/۱۵۹۰۱۳   | ۰/۰۳۳۴۴۵   | -۰/۰۰۹۱۰۷  | LMV <sub>it</sub>        |
| (۰/۰۰۰۰)   | (۰/۰۰۰۰)   | (۰/۱۸۴۵)   | (۰/۳۳۷۸)   |                          |
| -۰/۰۱۱۱۰۴  | -۰/۰۱۷۹۵۸  | ۰/۲۳۵۵۴۳   | ۰/۰۳۰۰۴۵   | RE <sub>it</sub>         |
| (۰/۰۸۲۹)   | (۰/۶۰۰۲)   | (۰/۰۰۰۱)   | (۰/۰۰۵۴)   |                          |
| ۰/۰۴۱۵۷۷   | ۰/۲۳۸۹۴۵   | -۰/۰۵۹۵۴۵  | -۰/۰۲۸۵۷۲  | DR <sub>it</sub>         |
| (۰/۰۰۰۱۷)  | (۰/۰۰۰۰۷)  | (۰/۰۵۷۶۹)  | (۰/۱۹۶۸)   |                          |
| ۰/۸۳۶۵۸۴   | ۰/۷۵۶۸۲۷   | ۰/۱۲۵۷۴۷   | ۰/۴۶۶۰۴۵   | R <sup>2</sup>           |
| ۰/۸۰۷۸۰۲   | ۰/۷۱۳۹۹۸   | ۰/۱۱۸۴۱۳   | ۰/۳۶۹۶۵۰   | R <sup>2</sup> تعدیل شده |
| ۸۶         | ۸۶         | ۸۶         | ۸۶         | تعداد شرکت‌ها            |
| ۶۰۲        | ۶۰۲        | ۶۰۲        | ۶۰۲        | تعداد مشاهدات            |
| ۲۹/۰۶۶۵۷   | ۱۷/۶۷۰۹۲   | ۱۷/۱۴۵۰۴   | ۴/۹۱۵۹۷۷   | آماره F                  |
| (۰/۰۰۰۰۰۰) | (۰/۰۰۰۰۰۰) | (۰/۰۰۰۰۰۰) | (۰/۰۰۰۰۰۰) |                          |
| ۱/۶۷۰۰۷۵   | ۱/۹۱۶۱۴۹   | ۱/۷۹۱۴۲۸   | ۱/۷۰۵۱۷۰   | D-W                      |

\* اعداد داخل پرانتز نمایانگر سطح معناداری ضرایب است.

تایید می‌شوند. این یافته بیانگر رد فرضیه مزبور در سطح خطای ۵٪ است. این نتیجه با فرضیه نظارت سازگار است. بر اساس این فرضیه، تمرکز مالکیت موجب فراهم آوردن شرایط نظارت برای سهامداران عمده شده و از این رو، بین تمرکز مالکیت با پرداخت سود سهام رابطه مثبتی وجود دارد. از سوی دیگر، نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه ۲ نشان‌دهنده این است که رابطه مثبت و بی‌معنی بین شاخص هرفیندال - هیرشمن با نسبت سود سهام به کل دارایی‌های سال قبل وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۱، فرضیه ۲ و فرضیه ۳ بیانگر این است که رابطه مثبت معناداری بین شاخص هرفیندال - هیرشمن با به ترتیب، نسبت بازده سود سهام، نسبت پرداخت سود سهام و نسبت سود سهام به فروش وجود دارد. به بیان دیگر، هر چقدر شاخص هرفیندال - هیرشمن (تمرکز مالکیت) بیشتر باشد، نسبت بازده سود سهام، نسبت پرداخت سود سهام و نسبت سود سهام پرداختی به فروش بیشتر خواهد بود. از این رو، فرضیه ۱، ۲ و ۳ پژوهش را نمی‌توان رد کرد و در سطح خطای ۵٪

سود سهام نقدی نیز با پژوهش‌های گوگلر و یورتوگلو [۱۸] و فارینها [۱۵] مطابقت دارد.

رابطه بین نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام با پرداخت سود سهام در فرضیه‌های ۱ و ۲ مثبت و معنادار بوده که این امر با یافته‌های ایزدی‌نیا و علینقیان [۱]، هی [۲۱] و دی آنجلو و همکاران [۱۳] سازگار است؛ اما این رابطه در فرضیه‌های ۲ و ۴ منفی و بی‌معنی است که این نتیجه با نتایج هی [۲۱] و دی آنجلو و همکاران [۱۳] مغایرت دارد. در خصوص تاثیر اهرم نیز مدل‌های ارائه شده بیانگر این است که بین نسبت بدهی با پرداخت سود سهام در فرضیه‌های ۱ و ۲ منفی و بی‌معنی و در فرضیه‌های ۳ و ۴ مثبت و معنادار است. وجود رابطه مثبت و معنادار بین اهرم با پرداخت سود سهام نیز مغایر با پژوهش‌های [۲۱] و آدجواد و بن امار [۸] و هماهنگ با پژوهش‌های چن و همکاران [۱۲] است. رابطه مثبت بین اهرم و سود سهام می‌تواند بیانگر این باشد که اهرم زیاد موجب کاهش مشکلات نمایندگی درون شرکت شده و در نتیجه سود سهام را افزایش می‌دهد [۲۲].

#### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پژوهش‌های تجربی و تئوریک چندی درصدد توضیح این امر برآمده‌اند که چرا شرکت‌ها سود سهام می‌پردازند؟ پژوهش‌های تجربی و استدلال‌های نظری بیانگر این است که مالکیت متمرکز با کسب منفعت از سهامداران اقلیت می‌تواند به افزایش هزینه‌های نمایندگی منجر شده یا با اعمال نظارت کارا در کاهش هزینه‌های نمایندگی درون شرکت نقش داشته باشد. از سوی دیگر، پرداخت سود سهام یک ساز و کار اثربخش برای کاهش هزینه‌های نمایندگی به

وجود رابطه مثبت بین تمرکز مالکیت و پرداخت سود سهام با پژوهش صادقی شریف و بهادری [۳] سازگار و رابطه منفی بین این دو متغیر با پژوهش‌های مانسینلی و اُزکان [۲۵]، گوگلر و یورتوگلو [۱۸] و هارادا و یونین [۲۰] سازگار است.

افزون بر این، مدل‌های حاصل از تخمین فرضیه‌های پژوهش بیانگر این است که در هر چهار مدل، رابطه مثبت معناداری بین بازده دارایی‌ها با به ترتیب، نسبت بازده سود سهام، نسبت پرداخت سود سهام، نسبت سود سهام به فروش و نسبت سود سهام به کل دارایی‌ها وجود دارد. این یافته با نتایج پژوهش‌های ایزدی‌نیا و علینقیان [۱]، چن و همکاران [۱۲]، بالکران [۱۰]، گروتن و میچائیلی [۱۷]، هی [۲۱]، فاما و فرنچ [۱۴] و جنسن و همکاران [۲۲] سازگار است؛ اما در پژوهش‌های [۲۱] فقط رابطه بین نسبت سود سهام پرداختی به سود خالص با سودآوری منفی و معنادار بوده است. همچنین، رابطه بین ارزش بازار سهام به عنوان معیار اندازه با نسبت بازده سود سهام منفی و بی‌معنی و با نسبت پرداخت سود سهام، نسبت سود سهام پرداختی به فروش و نسبت سود سهام پرداختی به دارایی‌ها مثبت بوده که این رابطه به جز در مورد نسبت پرداخت سود سهام، معنادار است. وجود رابطه مثبت و معنادار بین اندازه و سود سهام با یافته‌های آدجواد و بن امار [۸]، بالکران [۱۰]، گروتن و میچائیلی [۱۷]، هی [۲۱] و فاما و فرنچ [۱۴] سازگار است. فاما و فرنچ [۱۴] بر این باورند که شرکت‌های بزرگ ایالات متحده به این دلیل نسبت بیشتری از سودشان را به سهامداران پرداخت می‌کنند که نوسان سود آن‌ها کم است. از سوی دیگر، وجود رابطه منفی بین اندازه شرکت و

- ۴- عباسی نژاد، حسین. (۱۳۸۰). *اقتصادسنجی (مبانی و روش‌ها)*، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- ۵- عبدالخلیق، رشاد و بیپین آجین کیا. (۱۳۷۹). [مترجم: نمازی، محمد] *پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش شناختی*، شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.
- ۶- فخاری، حسین و نصیبه یوسفعلی تبار. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۷، ش ۶۲، صص ۸۴-۶۹.
- ۷- فروغی، داریوش؛ سعیدی، علی و محسن اژدر. (۱۳۸۸). تاثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود، *فصلنامه تحقیقات حسابداری*، سال اول، شماره دوم، صص ۱۲۹-۱۱۴.

- 8- Adjaoud, F. and W. Ben-Amar. (2010). Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol 37, No 5 & 6, Pp 648-667.
- 9- Baltagi, Badi H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. 3rd Edition. Great Britain. John Wiley & Sons Ltd.
- 10- Baulkaran, V. (2009). Concentrated Control, Agency Problems and Dividend Policy. Working Paper, Wilfrid Laurier University.
- 11- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, Vol 2, Pp 5-8.
- 12- Chen, Z., Cheung, Y., Stouraitis, A. and A. Wong. (2005). Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol 13, Pp 431-449.
- 13- DeAngelo, H., and L. DeAngelo, and R. Stulz. (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory. *Journal of Financial Economics*, Vol 81, No 2, Pp 227-254.

شمار می‌رود. از این رو، در این مقاله به بررسی این مساله پرداخته شد که آیا تمرکز مالکیت بر پرداخت سود سهام و در نتیجه کاهش هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد؟ نتایج حاصل از این پژوهش مؤید این است که بین تمرکز مالکیت و پرداخت سود سهام رابطه مثبتی وجود دارد. این یافته با فرضیه نظارت مبنی بر اعمال نظارت بر مدیریت از جانب سهامداران عمده و در نتیجه، کاهش هزینه‌های نمایندگی سازگار است.

در پایان، به پژوهشگران آتی توصیه می‌شود که وجود رابطه غیرخطی بین پرداخت سود سهام و تمرکز مالکیت را بررسی نمایند.

#### منابع

- ۱- ایزدی نیا، ناصر و نسرین علینقیان. (۱۳۹۰). شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به‌کارگیری مدل لاجیت، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال سوم، شماره اول، شماره پیاپی ۷، صص ۳۸-۲۱.
- ۲- ستایش، محمدحسین و مصطفی کاظم نژاد. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله دانش حسابداری*، سال اول، شماره اول، صص ۵۱-۲۹.
- ۳- صادقی شریف، سید جلال و حجت بهادری. (۱۳۸۸). بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دو فصلنامه تحقیقات مالی*، دوره ۱۱، ش ۲۷، صص ۸۰-۶۱.

the Mainland. *China Economic Review*, Vol 19, Pp 437-459.

- 14- Fama, E. and French, K. (2002). Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, Vol 15, Pp 1-33.
- 15- Farinha, J. (2003). Divided Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: an Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol 30, Pp 173-209.
- 16- Frankfurter, G. M. and B. G. Wood Jr. (2002). Dividend Policy Theories and their Empirical Tests. *International Review of Financial Analysis*, Vol 11, Pp 111-138.
- 17- Grullon, G., and R. Michaely. (2008). Corporate Payout Policy and Product Market Competition. *Working Paper*, Cornell University.
- 18- Gugler, K. and B. Yurtoglu. (2003). Corporate Governance and Dividend Payout Policy in Germany. *European Economic Review*, Vol 47, Pp 31-58.
- 19- Gujarati, N. Damodar (1995). *Basic Econometrics*. Furth edition, McGraw-Hill International Editions: Economic Series.
- 20- Harada, K. and P. Nguyen. (2011). Ownership Concentration and Dividend Policy in Japan. *Managerial Finance*, Vol 37, No 4, Pp 362-379.
- 21- He, W. (2009). Agency Problems, Product Market Competition and Dividend Policy in Japan.
- 22- 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, Pp 47-63.
- 23- Khan, T. (2005). Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data. *Working Paper*, Nuffield College.
- 24- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and R. Vishny. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, Vol 55, Pp 1-33.
- 25- Mancinelli, L. and A. Ozkan. (2006). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms. *The European Journal of Finance*, Vol 12, Pp 265-282.
- 26- Zhang, H. (2008). Corporate Governance and Dividend Policy: A Comparison of Chinese Firms Listed in Hong Kong and in



## **Investigating the Impact of Ownership Concentration on the Dividend Payouts of the Listed Companies on the Tehran Stock Exchange**

**\* M. H. Setayesh**

Associate professor of Accounting, Shiraz University, Iran.

**S. Ebrahimi**

PhD Student of Accounting, Shiraz University, Iran.

### **Abstract**

The purpose of this article is to investigate the impact of ownership concentration on the dividend payout policy of the listed companies on the Tehran Stock Exchange. To reach this aim ownership concentration is estimated by, Herfindal-Hirshman index, in a way that equity ownership equal to or greater than 5 percentages is considered as a measure of ownership concentration. Furthermore, cash dividend scaled by lagged total assets, cash dividend to net income (dividend payout ratio), cash dividend scaled by lagged sales and cash dividend scaled by lagged market capitalization (dividend yield ratio) are used as measures of dividend payouts. The data sample consists of 81 companies during a 7 years' time-period from 2003 to 2009. The results of hypotheses testing using panel data regression indicate that there is a positive relationship between measures of dividend payout and Herfindal-Hirshman index even after controlling for potential confounding effects. However, the relationship between ownership concentration and cash dividend scaled by lagged total assets is not significant. In other words, the more the ownership concentration, the more is the dividend payouts. This finding is consistent with the monitoring hypothesis. The implication of this result is that the ownership concentration will be effective corporate governance

**Keywords:** Ownership Concentration, Dividend Payout, Panel Data, Tehran Stock Exchange.