

## بررسی رابطه تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حامد چلبی

کارشناسی ارشد، مدیریت بازرگانی، گرایش مدیریت مالی

### چکیده

در این مطالعه رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۴۷ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ می باشد. رویکرد انتخابی برای آزمون فرضیات با استفاده از تلفیق داده های مقطعی و زمانی می باشد. در این تحقیق از روش رگرسیون حداقل مربعات ادغام شده (پانل دیتا) استفاده شده است. تمرکز مالکیت با استفاده از درصد مالکیت سهامداران عمده بالای ۵ درصد، عملکرد با استفاده از معیارهای نسبت بازده داراییها<sup>۱</sup>، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام<sup>۲</sup>، نسبت  $Q$  توبین<sup>۳</sup> و سیاست تقسیم سود با استفاده از نسبت سود تقسیمی (سود تقسیمی هر سهم/ سود هر سهم)<sup>۴</sup> سنجیده شده است. نتایج نشان می دهد که در سطح ۰.۹۵٪ بین تمرکز مالکیت و دو معیار عملکرد یعنی نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت  $Q$  توبین رابطه معناداری وجود دارد. بطوریکه تمرکز مالکیت ۲ درصد از تغییرات نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و ۲/۴ درصد از تغییرات نسبت  $Q$  توبین را تفسیر می کند. یعنی هر چه تمرکز مالکیت بیشتر باشد کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده و عملکرد شرکت افزایش می یابد. البته این رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت و معیار ارزیابی عملکرد نسبت بازده داراییها صدق نمی کند. همچنین بین معیارهای ارزیابی عملکرد و نسبت سود تقسیمی رابطه ای معنادار مشاهده شد که ۱۲/۹ درصد، ۲۱ درصد و ۲۱/۹ درصد، از تغییرات نسبت سود تقسیمی به ترتیب توسط معیارهای ارزیابی عملکرد نسبت بازده داراییها، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت  $Q$  توبین تفسیر می شود. به این معنا که بهبود عملکرد می تواند افزایش سود تقسیمی را به دنبال داشته باشد. در عین حال از نظر آماری رابطه ای معنادار بین تمرکز مالکیت (سهامداران عمده) و سیاست سود تقسیمی مشاهده نشده است.

**واژه های کلیدی:** تمرکز مالکیت، نسبت بازده دارایی ها، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت  $Q$  توبین.

1-Return on Assets  
2- Return on Equity  
3-TOBIN S Ratio  
4-Payout Ratio

## مقدمه

مسائل نمایندگی<sup>۱</sup> نیز ناشی از مجزا سازی مالکیت از کنترل است فرض تئوری نمایندگی بر این است که بین منافع سهامداران و مدیریت یک تعارض بالقوه وجود دارد و مدیران به دنبال کسب حداکثر منافع خود از سهامداران شرکت هستند که این منافع ممکن است در تضاد با منافع سهامداران باشد. طبق تعریف جنسن و مک لینگ<sup>۲</sup>، رابطه نمایندگی به عنوان تعاملی بین یک یا چند سهامدار یا چند سهامدار با مالک و یا یک یا چند نماینده است که نماینده از طرف سهامدار مسؤلیت انجام یک سری خدمات را عهده دار می شود، لذا تعیین ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت هاست این بعد از حاکمیت در قالب ابعاد مختلف تعیین کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت وجود سهامداران جزء اقلیت و عمده در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است. (جنسن، مک لینگ و همکاران، ۲۰۱۱).

نیاز به حاکمیت شرکتی ناشی از تضاد منافی است که بین مشارکت کنندگان در شرکت وجود دارد این تضاد منافع اغلب با مسئله نمایندگی در ارتباط است این تضاد منافع همراه با عدم امکان انعقاد یک قرار داد صریح و شفاف بین مدیران و سهامداران منجر به مسائل لاینحل در باب نمایندگی می شود که بر ارزش شرکت تأثیر گذار است، نظام حاکمیت شرکتی به منظور کاهش هزینه های نمایندگی از طریق نظارت بر عملکرد و محدود کردن رفتار فرصت طلبانه (سودجویانه) مدیران طراحی شده است. (احمدوند، ۱۳۹۵، ص ۱۱)<sup>۳</sup>

زمانی که سهامداران عمده دارای کنترل مطلق بر اداره امور شرکت باشند که این خود ناشی از تمرکز مالکیت است، هزینه نمایندگی و کنترلی کاهش می یابد در عین حال توان کنترل و نظارت سهامداران به مراتب خیلی کم می شود تا جائیکه آنها تأثیری در منافع خود نخواهند داشت لذا با توجه به غالب بودن ترکیب مالکیتی از نوع سهامداران عمده در ساختارهای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، این پرسش مطرح است که آیا افزایش تعداد سهامداران عمده و اعمال کنترل مطلق از سوی آنان تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت ها خواهد داشت یا خیر؟ (احمدوند، ۱۳۹۵، ص ۱۱)<sup>۳</sup>.

کسب حق مالکیت به وسیله مدیران و نظارت به وسیله سهامداران بزرگ، دو راهی است که به شکل بالقوه می تواند مشکلات نمایندگی را کاهش و ارزش موسسه را افزایش دهد. حق مالکیت اساسی به وسیله مدیران، منافع آنها را با منافع سایر سهامداران هم راستا می کند، بطوریکه مدیریت محرکی برای دنبال کردن فعالیت های حداکثر کننده ارزش دارد. وجود سهامداران عمده و یا موسسات سهامدار نیز می تواند میزان نظارت را افزایش یا آنها را بهبود بخشد؛ و بنابراین به عملکرد بهتر موسسه منجر می شود (کاننس و همکاران، ۲۰۱۲، ص ۵۸)<sup>۴</sup>.

با توجه به اینکه سهامداران و اعتبار دهندگان منابع مالی محدود خود را به بنگاههایی اقتصادی تخصیص می دهند، ارزیابی عملکرد، فرآیند رسمی فراهم آوردن اطلاعات در مورد نتایج کار است این امر سبب شناسایی نقاط قوت سازمان و بزرگ جلوه دادن آن به منظور خلق ارزشهای بیشتر و در واقع عملکرد مطلوب تری می شود چرا که با تجزیه و تحلیل فعالیتهای گذشته بنگاه، نگاهی به آینده دارد تا به پیشینه کردن ارزشها کمک کند (عزیززاده، ۱۳۸۸، ص ۴۴)<sup>۱</sup>.

موضوع سیاست تقسیم سود همواره به عنوان یکی از بحث انگیزه ترین مباحث علم مالیه مطرح بوده به طوری که علاقه اقتصاددانان قرن حاضر بیش از پنج دهه اخیر را به خود معطوف کرده و موضوع الگوهای نظری جامع و بررسی های تجربی بوده است (رهنما رودپشتی و دیگران، ۱۳۹۵، ص ۲۷۶)<sup>۲</sup>.

سیاست های سود سهام در کشورها و محیط های مختلف متفاوت است (لاپورتا، ۲۰۱۰، ص ۱)<sup>۴</sup>. این امر از عوامل متعددی از جمله محدودیت های قانونی ۵ و محرک مالیاتی ۶ وضعیت نقدینگی شرکت، ثبات در سودآوری شرکت و ... ریشه می

<sup>۱</sup> Agency theory

<sup>۲</sup> Jensen & Makling

<sup>۳</sup> Gonence ET AL, 2002, p58

<sup>۴</sup> Laporta et al, 2000, p1

گیرد. چرخه عمر محصول، نیاز سهامداران و حفظ ساختار سرمایه نیز از موارد موثر بر سیاست تقسیم سود می باشد (ساربانها، ۱۳۹۲، ص ۱۷).<sup>۲</sup>

سیاست تقسیم سود اصولاً انتخاب این موضوع است که ارزش چگونه منتقل گردد. هر شرکت که بطور جاری سود سهام پرداخت نکند آن را دوباره در شرکت سرمایه گذاری می کند تا ایجاد منفعت کند. به این طریق آنها توانایی شرکت را برای پرداخت سود سهام در آینده افزایش می دهند. هیأت مدیره تصمیم می گیرد که کدام سیاست تقسیم سود، به بهترین نحوه به سهامداران عادی شرکت خدمت می کند. آیا تقسیم سود الان باید صورت بگیرد یا سود ایجاد شده برای منافع آتی سهامداران عادی دوباره در شرکت سرمایه گذاری شود؟ اگر سود سهام الان پرداخته شود چه میزان باید پرداخت کنیم؟

### اهمیت و ضرورت موضوع تحقیق

بحث مالکیت سهام در شرکتها و تأثیر آن بر عملکرد شرکت از جمله موضوعات قابل پژوهش در حوزه حاکمیت شرکتی است که چندین دهه مورد توجه محققان بوده است. با توجه به اینکه امروز بر مجزا ساختن مالکیت از مدیریت تأکید زیادی می شود. لذا ساختار مالکیت به عنوان یکی از ابزارهای محرک کاهش هزینه شرکت و بالتبع افزایش ارزش و عملکرد شرکت محسوب می شود.

روشهای اندازه گیری عملکرد شرکت و یافتن راهکارهای کنترل عملکرد آنها عمدتاً به انواع مالکیت سهام شرکت ها مربوط می شود، مسئله مهمی است که تحقیق در آن حوزه، امکان توسعه ثروت و درآمد را برای کشور به ارمغان می آورد. تأثیر انواع مالکیت بر عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود که در خارج از کشور ذهن نظریه پردازان اقتصادی را به خود مشغول کرده است در ایران نیز باید محور بررسی های بسیار باشد.

یکی از عوامل موثر بر میزان موفقیت عملکرد اقتصادی شرکتها خصوصی شده، شکل مالکیت با رابطه میان مالک و مدیر است، از همین رو ایران و هر کشوری که قصد دارد مالکیت خصوصی را توسعه دهد باید به این نکته توجه داشته باشد که چه شکل از مالکیت خصوصی به عملکرد و سیاست تقسیم سود بهتری می انجامد از آنجا که در ایران هم چون بسیاری از کشورهای در حال توسعه، فرآیند خصوصی سازی یعنی انتقال مالکیت از دولت به بخش خصوصی جهت ساماندهی به عملکرد شرکت در جریان است در این میان ساختار مالکیت متمرکز و به عبارت دیگر تمرکز مالکیت در دست یک یا چند سهامدار عمده یک مکانیسم برای کنترل شرکتها تلقی می گردد و تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکتها و سیاست های تقسیم سود شرکتها خواهد داشت.

### پیشینه تحقیقات

فارینها (۲۰۱۲) رابط بین مالکیت مدیریت و پرداخت سود را بررسی کردند و دریافتند در زیر سطح ۳۰ درصد مالکیت مدیریت، ارتباط مستقیمی بین نسبت مالکیت و سطوح پرداختهای سود وجود دارد اما در بالای آن سطح، ارتباط معکوس است بطوریکه هر چه نسبت مالکیت مدیران در شرکت بیشتر باشد سود کمتری پرداخت می شود (فارینها، ۲۰۱۲، ص ۱۱۷۳).<sup>۱</sup>

شورت و همکاران (۲۰۱۲)<sup>۲</sup> در تحقیقی با عنوان ارتباط بین سیاست سود سهام و مالکیت نهادی از چهار مدل سود سهام برای بررسی این ارتباط استفاده کردند شواهد حاکی از وجود ارتباط مثبت معناداری بین این دو متغیر در هر چهار مدل استفاده شده بود.

میتون (۲۰۱۴)<sup>۳</sup> حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود را در بازارهای نوظهور بررسی کردند و دریافتند شرکت هایی که حاکمیت قوی تر دارند، سودآورتر هستند.

<sup>۱</sup>-Fariha,2012,p1173

<sup>۳</sup>- Short, et, al,2012

<sup>۴</sup>- Mitton,2014

آنلین چن و همکاران (۲۰۱۵) در مطالعه ای که روی ۱۳۳ شرکت فعال در بورس تایوان در فاصله سال های ۲۰۰۴ - ۲۰۱۳ در کشور تایوان انجام داد با تمرکز بر ساختار مالکیت و مدیریتی دریافته اند، که رابطه بین نوع مالکیت حقوقی و عملکرد بازده سهام شرکت ها، یک رابطه مثبت و معناداری است (چن و همکاران، ۲۰۱۵، ص ۴۵).<sup>۱</sup>

هاراردوانگونین (۲۰۱۵) در مقاله ای ارتباط بین تمرکز مالکان نهادی و سیاست سود سهام را در ژاپن بررسی کردند شواهد حاکی از ارتباط منفی معنادار بین تمرکز مالکیت و سود سهام پرداختی بود (هارادا و انگوین، ۲۰۱۵، ص ۲۵-۲۰).<sup>۲</sup>

براک سیفرت (۲۰۱۶) در مطالعه ای که روی کشورهای آلمان، انگلستان، ایالات متحده و ژاپن انجام عملکرد شرکت، رابطه معناداری دارد و نیز مدیران موظف بر عملکرد شرکت تاثیر مثبتی دارند (سیفرت، ۲۰۱۶، ص ۵۸، ۵۹).<sup>۳</sup>

احمدوند (۱۳۹۵) تاثیر مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرد. در این تحقیق تاثیر ساختار مالکیت را از دو دیدگاه تعداد سهامداران عمده و نوع مالکیت آنها بر عملکرد شرکت مورد توجه قرار داد. دوره زمانی آن ۱۳۷۹-۱۳۸۳ می باشد. نتایج تحلیل آماری نشان میدهد که بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ها، ROE، تحت تاثیر عامل صنعت می باشد، اما صنایع مورد مطالعه از نظر شاخص P/E تفاوت معنی داری با یکدیگر نداشتند.

ماه آور پور، ۱۳۸۶، رابطه بین تمرکز مالکیت شرکت و عملکرد در شرکت های پذیرفته شد در بورس اوراق بهادار را بررسی کرد در این تحقیق تمرکز مالکیت با استفاده از درصد مالکیت سهامداران عمده و سهامداران نهادی مورد بررسی قرار گرفته و عملکرد شرکت با دو معیار بازده سهام و EPS سنجیده شده است. رابطه بین EPS و تمرکز مالکیت در تحلیل پانلی، با ۰/۹۵ اطمینان نشان داد که بین درصد مالکیت سهامداران عمده و نیز سهامداران نهادی و معیار EPS، از نظر آماری ارتباط معنی داری وجود دارد. از طرفی بین درصد مالکیت سهامداران عمده و معیار بازدهی ارتباط معنی داری وجود ندارد؛ اما بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و معیار بازدهی رابطه معناداری وجود دارد. در نهایت نتایج نشان داد در سطح اطمینان ۰/۹۵ بین تمرکز مالکیت و معیار EPS رابطه معنی داری وجود دارد.

اسلامی (۱۳۸۷) اثر برخی از سازوکارهای شرکتی بر مدیریت سود را مورد بررسی قرار داد. نتایج این پژوهش نشان میدهد که بین وجود سهامدار عمده و مدیریت سود رابطه معنی داری وجود ندارد؛ اما بین بزرگترین بلوکه از سهامداران با مدیریت سود رابطه منفی معناداری وجود دارد.

### اهداف تحقیق

با توجه به موضوع پژوهش حاضر که به بررسی تعیین رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود می پردازد اهداف زیر مد نظر است.

### هدف کلی

هدف کلی این تحقیق بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

### اهداف ویژه

از جمله معضلات زیر بنای که مبحث ساختار مالکیت در باب تئوری حاکمیت شرکتی بر آن اساس تکوین یافته است تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت، اعمال کنترل مطلق از سوی سهامداران عمده، کاهش توان کنترل و نظارت سهامداران جز بر امور شرکت و منحصر شدن اتخاذ تصمیمات از سوی مدیران می باشد. زمانیکه اتخاذ تصمیمات منحصر در اختیار مدیران شرکت باشد در این صورت سهامداران در مجامع عادی سالانه تنها بصورت نمایشی و به منظور تایید تصمیمات مدیران حضور

<sup>1</sup> -Chen et al 1,2005,p45

<sup>2</sup> - Harada & Ngvyen,2005,p20-25

<sup>3</sup> - Bruce seifert,2006,p58-59

پیدا می‌کند. با توجه به اینکه در ترکیب مالکیت اغلب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سهامداران عمده‌ای وجود دارند که از نظر تئوری حاکمیت شرکتی دارای توانایی اعمال نظارت بیشتری در مقایسه با سهامداران جز هستند، این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که "آیا سهامداران عمده بر عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود آنها تاثیر گذار است". بنابراین اهداف ویژه این تحقیق عبارتند از:

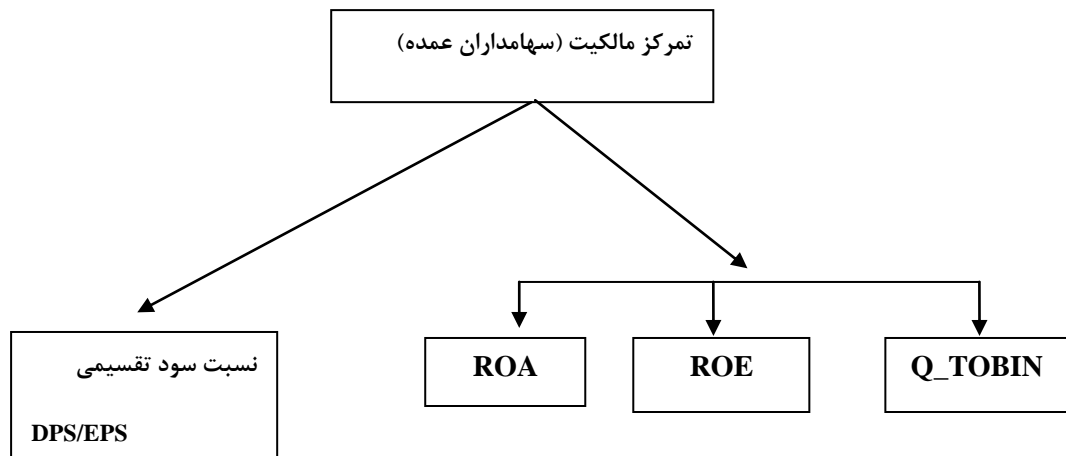
- ۱- تعیین میزان رابطه سهامداران عمده بر معیارهای درونی و بیرونی ارزیابی عملکرد شرکت.
- ۲- تعیین میزان رابطه معیارهای ارزیابی عملکرد بر روند نسبت سود پرداختنی شرکت.
- ۳- تعیین میزان رابطه سهامداران عمده بر روند نسبت سود پرداختنی شرکت.

### چارچوب نظری و مدل مفهومی تحقیق

با توجه به اینکه سازمان‌های امروزی به منظور کاهش تعارض بین سهامداران و مدیریت بر مجزا سازی مالکیت از مدیریت تاکید می‌ورزند. لذا با افزایش تعداد سهامداران بالاخص سهامداران عمده تضاد منافع در بین سهامداران و مدیران نیز میان سهامداران افزایش می‌یابد تا جائیکه ممکن است بر امر نظارت و کنترل بر عملکرد مدیریت شرکت خدشه وارد کند. وجود سهامداران عمده و یا موسسات سهامدار می‌تواند میزان نظارت را افزایش یا آن را بهبود بخشد و بنابراین بر عملکرد بهتر موسسه منجر می‌شود (گانس و همکاران، ۲۰۱۲، ص ۵۸).<sup>۱</sup>

هر قدر سهم یک سهامدار از شرکت کمتر باشد، منافع حاصل از نظارت بر رفتار مدیر کمتر خواهد بود بنابراین تمرکز در سهام، نظارت بیشتر بر رفتار مدیر و کاهش فرصت طلبی را به همراه خواهد داشت. لذا ساختار مالکیت، بعنوان یکی از ابزارهای محرک کاهش هزینه‌های شرکت و بالتبع افزایش و عملکرد شرکت محسوب می‌شود. بهبود عملکرد نیز ممکن است سایر تصمیمات شرکت، مثل سیاست تقسیم سود را تحت تاثیر قرار دهد.

سیاست تقسیم سود یکی از تصمیمات مهم مالی شرکت‌ها بوده و نظریات فراوانی در این زمینه وجود دارد با توجه به شواهد موجود سیاست‌های تقسیم سود هنوز به عنوان یک معما در امور مالی شرکت‌ها مطرح می‌گردد (بلک، ۱۹۷۶، ص ۱۱).<sup>۲</sup> بدیهی است که داشتن سیاست مشخص باعث خواهد شد که ارزش سهام آن شرکت افزایش یابد. این سیاست باید بیانگر نیازهای شرکت و سهامداران آن باشد (رهنمای رودپشتی و دیگران، ۱۳۹۵، ص ۲۷۶).<sup>۱</sup>



شکل ۱: مدل مفهومی: اگنواس، میلر، موکلتنی، چن، چینگ وانگ، (۲۰۱۴-۲۰۱۵)

<sup>۱</sup>-Gans et all,2002,p58

<sup>۲</sup>- Belk,1976,p11

## متغیرهای تحقیق

**تمرکز مالکیت (سهامداران عمده):** تمرکز مالکیت میزان سهام در مالکیت سهامداران عمده می باشد بنابراین حجم سهام در اختیار سهامداران که بیش از ۵ درصد سهام را در تملک دارند بعنوان سهامداران عمده مشخص می شود.

**نرخ بازده داراییها (ROA):** نرخ بازده داراییها، بازده سرمایه گذاری در داراییها می باشد و میزان سود به ازای هریک ریال سرمایه گذاری شده در داراییها را نشان می دهد و در واقع رابطه بین حجم سرمایه گذاری و سود را بیان می کند (جهانخانی و پارساییان، ۱۳۹۴، ۵۷).

$$\text{کل داراییها} / \text{سود خالص} = \text{ROA} (1-1)$$

منظور از سود خالص، سود خالص پس از کسر مالیات اما قبل از کسر اقلام غیر مترقبه می باشد.

**نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE):** نرخ بازده حقوق صاحبان سهام را نرخ بازده ارزش ویژه نیز می نامند با استفاده از این نسبت سود شرکت در ازای هر یک ریال حقوق صاحبان سهام محاسبه می شود در واقع این نسبت رابطه بین سود و ارزش ویژه شرکت را نشان می دهد.

$$\text{حقوق صاحبان سهام} / \text{سود خالص} = \text{ROE} (1-2)$$

منظور از سود خالص، سود خالص پس از کسر مالیات اما قبل از کسر اقلام غیر مترقبه می باشد.

نسبت Q توبین: حاصل ارزش بازار بر ارزش دفتری سهام می باشد.

$$\text{ارزش دفتری سهام} / \text{ارزش بازار سهام} = Q \text{ توبین} (1-3)$$

درصد تقسیم سود (نسبت سود پرداختی): نشان دهنده میزان تقسیم سود شرکت به ازای هر سهم می باشد.

$$\text{DPS/EPS} \text{ سود هر سهم} / \text{سود تقسیمی هر سهم} = \text{درصد تقسیم سود} (1-4)$$

داده های مورد نیاز این تحقیق با استفاده از صورتهای مالی، تراز نامه سود و زیان و یادداشت های همراه توضیحی شرکت های مورد مطالعه بوده است که این موارد توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران منتشر گردیده است این نوع اطلاعات از طریق نرم افزار تدبیر پرداز و ره آورد نوین بدست آمده است.

برای تبیین سهامداران با مالکیت بیش از ۵ درصد سهام، به یادداشت های مربوط به ساختار سرمایه در یادداشت های پیوسته صورتهای مالی مراجعه شد برای اکثر شرکت ها، این اطلاعات فقط شامل افراد یا شرکت هایی است که مالک بیش از ۵ درصد سهام شرکت می باشند و دارندگان کمتر از ۵ درصد سهام شرکت در گروه کلی تحت عنوان سایر سهامداران طبقه بندی شده اند. لذا برای گردآوری آسان تر و در دسترس اطلاعات معیار ۵٪ برای سهامداران عمده انتخاب شد بنابراین حجم سهام در اختیار سهامداران که بیش از ۵ درصد سهام را در تملک دارند بعنوان سهامداران عمده مشخص شد.

## فرضیات تحقیق

۱. بین تمرکز مالکیت شرکت ها و معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه معناداری وجود دارد.
۲. بین معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت ها و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.
۳. بین تمرکز مالکیت شرکت ها و سیاست تقسیم سود آنها رابطه معناداری وجود دارد.

## روش تحقیق

در هر تحقیق ابتدا باید نوع، ماهیت، اهداف تحقیق و دامنه آن معین شود تا بتوان با استفاده از قواعد و ابزار و از راه های معتبر به واقعیت دست یافت (سرمد وهمکاران، ۱۳۹۱، ص ۱۷۰).<sup>۱</sup> بنابراین این تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی است. تحقیقات کاربردی به سمت کاربرد عملی دانش هدایت می شود، هم چنین تحقیق حاضر، از نوع روش و ماهیت از نوع تحقیق توصیفی است. این تحقیق از جمله تحقیقات همبستگی است در تحقیق همبستگی هدف اصلی آن است که مشخص شود که آیا رابطه ای بین دو یا چند متغیر کمی وجود دارد و اگر این رابطه وجود دارد اندازه واحد آن چقدر است (حافظ نیا،

۱۳۹۱، ص ۲۴).<sup>۲</sup> مقیاس اندازه گیری داده ها مقیاس نسبی است. در پژوهش حاضر تمرکز بر تعیین رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد. جامعه مطالعاتی تحقیق شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ مد نظر می باشد. با توجه به اینکه در این تحقیق داده های ۱۴۷ شرکت در دوره ۵ ساله مورد نیاز می باشد بنابراین مدل رگرسیون مورد استفاده در این پروژه با استفاده از تلفیق داده های مقطعی و زمانی به کمک روش پانل دیتا مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد. اطلاعات مربوط به ۱۴۷ شرکت که نمونه آماری ما را تشکیل داده اند در دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۴ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند تا ارتباط بین متغیرها برای آزمون فرضیه تحقیق بررسی شود. داده های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار Excel محاسبه و با نرم افزار Spss و Eviews و تکنیک آماری رگرسیون ساده خطی و تحلیل پانلی<sup>۱</sup> مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند.

### شاخص توصیفی متغیرها:

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است؛ و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده های آماری لازم است این داده توصیف شود. همچنین توصیف آماری داده ها گاهی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آن و پایه ای برای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار می رود (خورشیدی و قریشی، ۱۳۸۴، ص ۲۵۴)<sup>۲</sup> در بخش آماری توصیفی، تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از شاخص مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص پراکندگی انحراف معیار<sup>۳</sup>، چولگی<sup>۴</sup> و کشیدگی<sup>۴</sup>، انجام پذیرفته است. بنابراین قبل از آنکه به آزمون فرضیه های پژوهشی پرداخته شود متغیرهای پژوهش به صورت خلاصه در جدول شماره (۱) مورد بررسی قرار می گیرد. این جدول حاوی شاخص هایی برای توصیف متغیرهای تحقیق می باشد این شاخص ها، شامل شاخص های مرکزی و شاخص های پراکندگی است.

جدول ۱: شاخص های توصیف کننده متغیرها تحت شاخص مرکزی، شاخص پراکندگی

متغیرها شاخص ها	تمرکز مالکیت	ROA	ROE	Q-TOBIN	DPS/ESP
تعداد	۱۴۷	۱۴۷	۱۴۷	۱۴۷	۱۴۷
میانگین	۷۶/۸۹۵	۰/۲۲۵	۰/۴۶۰	۶/۴۵۵	۵۵/۶۷۷
میانه	۷۹/۹۰۰	۰/۱۸۴	۰/۴۳۷	۴/۷۱۰	۶۴/۷۶۵
انحراف معیار	۱۴/۹۲۶	۰/۲۵۶	۰/۴۷۷	۵/۷۶۳	۳۴/۶۵۲
چولگی	-۰/۶۱۵	۲/۴۵۳	۱/۸۳۷	۱/۵۳۵	-۰/۴۸۱
کشیدگی	-۰/۱۸۵	۸/۵۲۱	۷/۵۰۸	۲/۷۱۲	-۱/۱۶۹

جدول شماره ۱ نشان می دهد که متغیرهای تحقیق دارای چه ویژگی هستند. سطر اول این جدول بیان می کند که تعداد کلیه داده ها برای تمامی متغیرهای مورد مطالعه برابر ۳۵۲ عدد می باشد؛ و سطر دوم میانگین متغیرهای جمع آوری شده را به تفکیک نشان می دهد. مقدار میانگین متوسط داده هارا نشان می دهد به عنوان مثال: مقدار میانگین تمرکز مالکیت ۷۶/۸۹۵ است و سطر چهارم میانه متغیرهای جمع آوری شده را به تفکیک نشان می دهد میانه نشان دهنده این است که

<sup>۱</sup>- Panel

<sup>۲</sup>- Std.Devaition

<sup>۳</sup>- Ske ness

<sup>۴</sup>- Kurtosis

۵۰٪ داده ها کمتر از عدد وسط مجموعه و ۵۰٪ داده ها بیشتر از عدد وسط مجموعه هستند. نزدیک بودن مقدار میانگین و میانه، تقارن داده هارا نشان می دهد. به عنوان مثال: مقدار میانه ROA، ۰/۱۸۴، است که بدین معنی می باشد که تعداد ۵۰٪ شرکت ها مقدار ROA کمتر از ۰/۱۸۴، داشته اند و ۵۰٪ از این مقدار بزرگتر می باشند سطر چهارم انحراف معیار متغیرها را نشان می دهد که انحراف معیار، پراکندگی را نشان می دهد و سطر پنجم و ششم چولگی، کشیدگی داده ها را نسبت به منحنی نرمال نشان می دهد و در بین متغیرها، نسبت ROA با ۲/۴۵۳ بیشترین چولگی به سمت راست و تمرکز مالکیت با ۰/۶۱۵- بیشترین چولگی به سمت چپ می باشد.

### آزمون نرمالیتی<sup>۱</sup>

یکی از مهمترین فرضیات رگرسیونی، نرمال بودن باقیمانده‌های مدل است. برای برآورد مدل نهایی تحقیق، از اطلاعات مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته استفاده شده است و سپس رگرسیون نهایی مدل برآورد شده است. لازم است مدل، برآورد شده، سپس به ازاء مقادیر مختلف متغیر مستقل، مقادیر متغیر وابسته برآورد گردد. تفاضل مقادیر برآوردی از مقادیر واقعی، باقیمانده‌های مدل است؛ اما قبل از برآورد مدل هم می توان با آزمودن توزیع متغیر وابسته، از توزیع باقیمانده‌ها اطمینان پیدا کرد. با استفاده از آزمون کولموگوروف، اسمیرنوف فرض بالا آزمون شده است. آزمون کولموگوروف<sup>۲</sup>، اسمیرنوف که به افتخار دو آماردان روسی به نامهای ا.ان کولموگوروف و ان.وی. اسمیرنوف<sup>۳</sup> به این نام خوانده می‌شود، روش ناپارامتری ساده‌ای برای تعیین همگونی اطلاعات تجربی با توزیعهای آماری منتخب است و آنرا با نام اختصاری ks نمایش می‌دهند.

توزیع داده های نرمال است :  $H_0$   
 توزیع داده ها نرمال نیست :  $H_1$

جدول ۲: آزمون کولموگوروف، اسمیرنوف (KS) در مورد متغیرهای وابسته ROE, ROA, Q-TOBIN, EPS, DPS/

متغیرهای وابسته	تعداد	میانگین	انحراف معیار	قدر مطلق بیشترین انحراف معیار	بیشترین انحراف معیار مثبت	بیشترین انحراف معیار منفی	گلموگورف اسمیرنوف	آماره (sig)
ROA	۱۴۷	۰/۲۲۵۷	۰/۲۵۶	۰/۱۵۳	۰/۱۵۳	-۰/۱۱۰	۰/۸۴۳	۰/۴۷
ROE	۱۴۷	۰/۴۶۰	۰/۴۷۷	۰/۱۶۱	۰/۱۶۱	-۰/۰۹۴	۰/۸۳۸	۰/۴۸
Q-TOBIN	۱۴۷	۶/۴۵۵	۵/۷۶۳	۰/۱۴۴	۰/۱۲۶	-۰/۱۴۴	۰/۶۵۵	۰/۷۸
DPS/EPS	۱۴۷	۵۵/۶۷۷	۳۴/۶۵۱	۰/۱۲۴	۰/۱۲۴	-۰/۱۱۵	۰/۸۲۷	۰/۵۰

مقادیر سطح معناداری (sig) برای ROE, ROA, Q – TOBIN, EPS, DPS /EPS، بیشتر از ۵ درصد است (فرض صفر هنگامی رد می شود که مقدار سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد باشد) بنابراین متغیرهای وابسته توزیع نرمالی دارد.

<sup>۱</sup>- Normality test

<sup>۲</sup>-A.N.Kolmogorov

<sup>۳</sup>- N. V. Smirnov



جدول ۳: نتایج فرضیات تحقیق

آزمون دوربین واتسون	ضریب تعیین	آماره t		معناداری ضرایب (t)		معناداری کل مدل (F)		متغیر مستقل	متغیر وابسته	
		شیب	عرض از مبدا	P- VAL UE	تائید یا عدم تائید	سطح معنی داری F	تائید یا عدم تائید			
۲/۰۴۲	۰/۰۵ .	۱/۲۳	۰/۵۴ ۲	۰/۲۱	عدم تائید یا رد	۰/۱۹۸	عدم تائید	سهامداران عمده	ROA	فرضیه اول
۱/۹۶۱	۰/۰۲۰ .	۴/۹۷	۱/۸۳۲ ۱	۰/۰۰	تائید	۰/۰۱	تائید	سهامداران عمده	ROE	
۱/۶۳۰	۰/۰۲۴ .	۴/۸۶	۱/۹۳۶ ۱	۰/۰۰	تائید	۰/۴۰	تائید	سهامداران عمده	Q- TOBI N	
۱/۵۸۳	۱/۱۲۹ .	۴/۵۸	۱/۵۷ ۱۸	۰/۰۰	تائید	۰/۰۰۰	تائید	ROA	DPS/ EPS	فرضیه دوم
۱/۸۰۶	۱/۲۱۰ .	۸/۱۶	۱/۳۹ ۱۳	۰/۰۰	تائید	۰/۰۰۰	تائید	ROE	DPS/ EPS	
۱/۷۱۴	۱/۲۱۹ .	۶/۷۰	۱/۷۱ ۱۷	۰/۰۰	تائید	۰/۰۰۰	تائید	Q- TOBIN	DPS/ EPS	
۱/۸۸۰	۱/۱۰۰ .	۱/۶۳	۴/۸۹	۰/۱۱	عدم تائید یا رد	۰/۷۱	عدم تائید	سهامداران عمده	DPS/ EPS	فرضیه سوم

مقادیر سطح معناداری F در اولین آزمون فرضیه اول نشان دهنده عدم معناداری مدل رگرسیون بر ارزش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده حدود ۰.۵ درصد از تغییرات معیار ارزیابی عملکرد ROA توسط سهامداران عمده توضیح داده می شود. مقادیر P-value برای معنی داری ضریب برابر ۰/۱۹۸ و آماره t برای شیب برابر با ۱/۲۳۷ می باشد که حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین سهامداران عمده و معیار ارزیابی عملکرد ROA در سطح اطمینان ۹۵ درصد می باشد. بنابراین نمی توان یک رابطه معنادار در مدل طراحی شده برآورد نمود.

مقادیر سطح معناداری F در دومین آزمون فرضیه اول نشان دهنده معناداری مدل رگرسیون بر ارزش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده حدود ۰.۲ درصد از تغییرات معیار ارزیابی عملکرد ROE توسط سهامداران عمده توضیح داده می شود. با توجه به معنی داری ضریب که برابر با ۰.۰۰ و آماره t برای شیب برابر ۴/۹۷۳ می باشد بنابراین فرض صفر در سطح ۹۵ درصد رد می شود و نشان دهنده رابطه معنادار بین متغیر سهامداران عمده و معیار ارزیابی عملکرد ROE می باشد. بنابراین مدل نهایی بصورت زیر خواهد بود:

$$\text{RoE}_{it} = 0/108 + 0/005 \text{ (تمرکز مالکیت)}$$

مقادیر سطح معناداری  $F$  در سومین آزمون فرضیه اول نشان دهنده معناداری مدل رگرسیون بر آزش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. با توجه به ضریب تعیین مدل برآزش شده حدود ۰.۶ درصد از تغییرات معیار ارزیابی عملکرد Q-TOBIN توسط سهامداران عمده توضیح داده می شود. با توجه به معنی داری ضریب که برابر با ۰.۰۰ و آماره  $t$  برای شیب برابر ۴/۸۶۲ می باشد بنابراین فرض صفر در سطح ۹۵ درصد رد می شود و نشان دهنده رابطه معنادار بین متغیر سهامداران عمده و معیار ارزیابی عملکرد Q-TOBIN می باشد. بنابراین مدل نهایی بصورت زیر خواهد بود:

$$\text{Q-TOBIN}_{it} = 1/782 + 0/06 \text{ (تمرکز مالکیت)}$$

مقادیر سطح معناداری  $F$  در فرضیه دوم نشان دهنده معناداری مدل‌های رگرسیون بر آزش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. با توجه به ضریب تعیین مدل‌های برآزش شده به ترتیب برابر ۱۲،۲۱/۹ درصد و ۲۱/۹ درصد است این مقادیر در عمل قابل توجه است و میزان تبیین بالای معیارهای عملکرد از تغییرات نسبت سود تقسیمی ((DPS/EPS) را نشان می دهد. مقادیر P-value برای معنی داری ضریب برای هر سه معیار ارزیابی عملکرد برابر ۰.۰۰۰ و مقادیر آماره  $t$  ۸/۱۶۷،۴/۵۸۳۴ و ۶/۷۰۵ است. که حاکی از رد فرض صفر برای شیب برای هر سه مدل می باشد. بنابراین تمام ملها معنادار و حاکی از رابطه معنادار بین معیارهای ارزیابی عملکرد Q-TOBIN, ROE, ROA و نسبت سود تقسیمی (DPS/EPS) می باشد. بنابراین مدل‌های نهایی بصورت زیر خواهد بود:

$$DPS / EPS_{it} = 44 / 008 + 55 / 384 ROA_{it}$$

$$DPS / EPS_{it} = 36 / 694 + 49 / 661 ROE_{it}$$

$$DPS / EPS_{it} = 37 / 367 + 2 / 942 Q - Tobin_{it}$$

بنابراین رابطه معیارهای ارزیابی عملکرد و نسبت سود تقسیمی مثبت بوده و به ازای یک واحد افزایش در ROE, ROA, Q-TOBIN, میزان نسبت سود تقسیمی DPS/EPS به ترتیب ۴۹/۵۵،۶۶۱/۳۸۴ و ۲/۹۴۲ واحد افزایش می یابد. مقادیر سطح معناداری  $F$  در فرضیه سوم نشان دهنده عدم معناداری مدل رگرسیون بر آزش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. با توجه به ضریب تعیین مدل برآزش شده حدود ۰.۱ درصد از تغییرات نسبت سود تقسیمی (DPS/EPS) توسط سهامداران عمده توضیح داده می شود. مقادیر P-value برای معنی داری ضریب برابر ۰/۱۱۴ و آماره  $t$  برای شیب برابر با ۱/۶۳۴ می باشد که حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین سهامداران عمده و نسبت سود تقسیمی (DPS/EPS) در سطح اطمینان ۹۵ درصد می باشد. بنابراین نمی توان یک رابطه معنادار در مدل طراحی شده برآورد نمود.

### ارزیابی و تشریح نتایج آزمون فرضیات

با توجه به تجزیه و تحلیل ارائه شده در فصل چهارم که در خصوص هر فرضیه انجام گرفته، ابتدا به تفکیک به نتایج هر فرضیه اشاره نموده و سپس به نتیجه گیری کلی در خصوص یافته این تحقیق می پردازیم.

**فرضیه اول:** بین تمرکز مالکیت (سهامداران عمده) و معیارهای ارزیابی عملکرد (Q-Tobin, RoE, RoA) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

آزمون این فرضیه حاکی از وجود رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت (سهامداران عمده) و معیارهای ارزیابی عملکرد در سطح اطمینان ۹۵٪ می باشد البته قابل ذکر است که از میان معیارهای عملکرد مالی شرکت این تاثیر مثبت و معنادار برای دو شاخص Q-TOBIN, RoE قابل مشاهده است و در مورد RoA صدق نمی کند.

یافته های بدست آمده از آزمون فرضیه به صورت جداگانه نشان می دهد که مقدار سطح معنی داری یا  $F$  بر اساس جدول شماره (۴-۵) نشان دهنده عدم معنی داری مدل رگرسیون برآزش شده در سطح اطمینان ۹۵٪ می باشد یعنی مدل معنی داری برای رابطه بین تمرکز مالکیت و معیار ارزیابی عملکرد RoA وجود ندارد. همچنین با توجه به عدم معنی داری ضرایب

و مقدار آماره  $t$  برای تمرکز مالکیت (شیب  $\beta_1$ ) در نگاره فوق، حاکی از عدم ارتباط خطی معناداری بین تمرکز مالکیت (سهامداران عمده) و معیار ارزیابی عملکرد  $RoA$  در مدل طراحی شده می باشد. مقدار سطح معناداری یا  $F$  بر اساس جدول شماره (۸-۴) و (۷-۴) نشان دهنده معنی داری مدل رگرسیون برای رابطه تمرکز مالکیت (سهامداران عمده) و معیار ارزیابی عملکرد  $RoE$  و  $Q$ -TOBIN می باشد؛ و با توجه به مقدار  $R^2$  یا ضریب تعیین می توان ادعا کرد که شدت این ارتباط برای  $RoE$  ۲ درصد است که نشان می دهد تمرکز مالکیت تنها ۲ درصد از تغییرات  $RoE$  را تبیین می کند. همچنین شدت این ارتباط برای  $Q$ -TOBIN ۲/۴ درصد است که نشان می دهد تمرکز مالکیت تنها ۲/۴ درصد از تغییرات  $Q$ -TOBIN را تبیین می کند. لکن با توجه به معنی دار بودن ضرایب و مقدار آماره  $t$  برای تمرکز مالکیت (شیب  $\beta_1$ ) حاکی از وجود رابطه معناداری و مثبت بین تمرکز مالکیت (سهامداران عمده) و معیار ارزیابی عملکرد  $RoE$  و  $Q$ -TOBIN می باشد (وجود ارتباط خطی معنی دار بین متغیر مستقل و متغیر وابسته در مدل طراحی شده).

تحقیقات متعددی در سراسر جهان انجام شده و ارتباط بین مالکیت و عملکرد در آنها مورد بررسی قرار گرفته است. از جمله تحقیقاتی که نتایج آنها هم راستا با نتایج حاضر است عبارتند از: آنلین چن و همکاران (۲۰۱۵) فرث و همکاران (۲۰۱۶) براک سیفرت (۲۰۱۶) کاپوپولس و لازاری تو (۲۰۱۴) آنلین چن و همکاران (۲۰۱۵) در مطالعه ای که روی ۱۳۳ شرکت فعال در بورس تایوان در فاصله سال های ۲۰۱۳ - ۲۰۰۸ در کشور تایوان انجام داد با تمرکز بر ساختار مالکیت و مدیریتی دریافتند، که رابطه بین نوع مالکیت حقوقی و عملکرد بازده سهام شرکت ها، یک رابطه مثبت و معناداری است.

براک سیفرت (۲۰۱۶) در مطالعه ای که روی کشورهای آلمان، انگلستان، ایالات متحده و ژاپن انجام داد، دریافت که سهامداران عمده و خصوصا وجود سهامداران حقوقی در ترکیب مالکیت شرکت با عملکرد شرکت، رابطه معناداری دارد و نیز مدیران موظف بر عملکرد شرکت تاثیر مثبتی دارند.

کاپوپولس و لازاری تو (۲۰۱۴) تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت متمرکز به گونه مثبت با سودآوری بالا شرکت ارتباط دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز دارد.

در این مورد تحقیقاتی چند در ایران نیز انجام گرفته است که به نتایج متفاوتی رسیده است:

شریعت پناهی (۱۳۹۵) مالکیت را متغیری درون زا دید که بین نوع مالکیت و عملکرد شرکت رابطه ای معناداری وجود ندارد علت عدم وجود رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت های عدم وجود نظام پاسخ خواهی و پاسخ گویی مناسب و نیز عدم وجود بازار نیروی کار مدیریتی بیان شده است.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۶) تاثیر انواع مالکیت، (مدیریتی، شرکتی، نهادی) بر عملکرد شرکت با معیارهای  $RoE$ ،  $RoA$ ،  $Q$ -TOBIN و  $MBVR$  را بین سالهای ۱۳۸۲-۱۳۸۶ برای تعداد ۶۶ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمود یافته های پژوهش نشان می دهد که رابطه معنی دار و مثبت بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و مثبت بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی بصورت معنی دار و منفی بر عملکرد تاثیر می گذارد؛ و در مورد مالکیت خارجی اطلاعاتی که بیانگر مالکیت سرمایه گذاران خارجی در شرکتهای نمونه آماری باشد مشاهده نگردید. در مالکیت خصوصی نیز بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه گذاران شرکتی باشد. به گونه کلی بین مالکیت شرکت ها و عملکرد آنها رابطه معنی داری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین معیارهای ارزیابی عملکرد ( $ROA$ ،  $QTOBIN$ ،  $ROE$ ) و سیاست تقسیم سود ( $DPS / EPS$ ) در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

آزمون این فرضیه حاکی از وجود رابطه معناداری بین عملکرد شرکت با معیارهای فوق الذکر و سیاست تقسیم سود در سطح اطمینان ۹۵٪ است که این رابطه مثبت و معنادار برای سه شاخص معرفی شده برای عملکرد،  $Q\text{-TOBIN}$ ،  $RoE$ ،  $RoA$  مشاهده می شود.

یافته های بدست آمده از آزمون فرضیه به صورت جداگانه نشان میدهد که مقدار سطح معناداری  $F$  نشان دهنده معنی داری مدل رگرسیون برای رابطه تمامی معیارهای ارزیابی عملکرد  $Q\text{-TOBIN}$ ،  $RoE$ ،  $RoA$  و سیاست تقسیم سود ( $DPS/EPs$ ) می باشد با توجه به ضریب تعیین یا  $R^2$  می توان ادعا کرد که شدت این ارتباط برای  $RoA$ ،  $12/9$  درصد است یعنی  $RoA$ ، تنها  $12/9$  درصد از تغییرات متغیر وابسته یعنی سود تقسیمی را نشان می دهد. همچنین شدت ارتباط برای  $RoE$   $21$  درصد است که نشان می دهد که  $RoE$  تنها  $21$  درصد تغییرات متغیر وابسته یعنی سود تقسیمی را نشان میدهد؛ و با توجه به ضریب تعیین یا  $R^2$  برای  $Q\text{-TOBIN}$  شرکت این ارتباط برابر  $21/9$  درصد است یعنی  $Q\text{-TOBIN}$ ،  $21/9$  درصد از تغییرات متغیر وابسته سود تقسیمی را نشان میدهد. لکن با توجه به معنی دار بودن ضرایب و مقدار آماره  $t$  برای معیار ارزیابی عملکرد ( $RoE$ ،  $RoA$ )،  $Q\text{-TOBIN}$  حاکی از وجود رابطه معنادار و مثبت بین معیارهای ارزیابی عملکرد ( $Q\text{-TOBIN}$ ،  $RoE$ ،  $RoA$ ) و سیاست تقسیم سود ( $DPS/EPs$ ) می باشد.

چن، چونگ و وانگ (۲۰۱۵) اظهار داشتند که سیاست تقسیم سود شرکت های کوچک، به نسبت شرکتهای بزرگ حساسیت کمی به عملکرد نشان می دهد.

با توجه به انجام آزمون فرضیه فوق برای اولین بار در ایران، امکان مقایسه نتایج آن با نتایج قبلی داخلی وجود ندارد. فرضیه سوم: بین تمرکز مالکیت (سهامداران عمده) و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

آزمون این فرضیه عدم وجود رابطه بین درصد مالکیت سهامداران عمده و نسبت سود تقسیمی در سطح اطمینان ۹۵٪ را نشان می دهد یعنی فرضیه فوق رد شده، به این معنی که سهامداران عمده نمی توانند روی سیاست تقسیم سود شرکت تاثیر معنادار داشته باشند.

یافته های بدست آمده از آزمون فرضیه نشان می دهد که مقدار سطح معنی داری یا  $F$  نشان دهنده عدم معنی دار بودن مدل برای رابطه تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود می باشد.

لکن با توجه به عدم معنی دار بودن ضرایب و مقدار آماره  $t$  حاکی از عدم ارتباط خطی معناداری بین تمرکز مالکیت (سهامداران عمده) و سیاست تقسیم سود ( $DPS/EPs$ ) در مدل طراحی شده می باشد.

عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) در تحقیقی پیرامون ارتباط ساختار مالکیت با سیاست های سود سهام در یک بازار نوظهور نشان داد که ارتباط مستقیمی بین مالکیت نهادی و تقسیم سود سهام و نسبت پرداخت سود سهام وجود دارد.

هارادا و انگوین (۲۰۱۵) در مقاله ارتباط بین تمرکز مالکان نهادی و سیاست سود سهام را در ژاپن بررسی کردند. شواهد حاکی از ارتباط منفی معنادار بین تمرکز مالکیت و سود سهام پرداختی بود.

چن و همکاران (۲۰۱۴) در تحقیقی پیرامون ارتباط بین تمرکز مالکیت و سیاست سود سهام در هونگ کونگ، رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت و سود دریافتی نیافتند.

جین (۲۰۱۳) در مقاله با عنوان «تمایلات سهامداران نهادی و انفرادی برای سود سهام و بازخرید سهام شرکت ها» ارتباط مثبتی را بین مالکیت نهادی و سود سهام در بین شرکتهای سنگاپوری یافت.

در فرضیه سوم رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود مشاهده نشده و سهامداران عمده تاثیری بر نسبت سود پرداختی ندارند. حال آنکه در تحقیقات خارج از ایران سهامداران عمده بر سیاست تقسیم سود شرکت تاثیر می گذارند و این تاثیر به نوع سهامداران (داخلی، خارجی و نهادی) بستگی دارد. ترانک و هیتی (۲۰۱۶) دریافتند که سهامداران (عمده، نهادی، داخلی و خارجی) تمایلات متفاوتی در ارتباط با سود سهام دارند. در این کشورها سود تقسیمی برای کاهش تعارض

بین سهامداران جزء و عمده و دفاع از حقوق سهامداران جزء می باشد. همچنین با توجه به انجام آزمون فرضیه فوق برای اولین بار در ایران، امکان مقایسه نتایج با تحقیقات داخلی وجود ندارد.

### بحث و نتیجه گیری

آنچه در جمع بندی و نتیجه گیری آزمون مدل تحقیق می توان عنوان کرد این است زمانیکه مالکیت شرکت بصورت متمرکز باشد نسبت عایداتی که سرمایه گذاران در سرمایه گذاری خود دریافت می کنند در مقایسه با حالتی که مالکیت به صورت پراکنده می باشد بیشتر است با توجه به مدل کلی تحقیق تغییرات در تمرکز مالکیت همه جهت با تغییرات در عملکرد شرکت می باشد یعنی با افزایش در تمرکز مالکیت عملکرد شرکت به دلیل کاهش تضاد منافع در بین سهامداران و کاهش هزینه های نمایندگی افزایش می یابد.

نتایج نشان می دهد که در سطح ۹۵٪ بین تمرکز مالکیت و دو معیار عملکرد یعنی Q-TOBIN،ROE رابطه معناداری وجود دارد، بطوریکه تمرکز مالکیت ۲ درصد از تغییرات ROE و ۲/۴ درصد از تغییرات Q-TOBIN را تفسیر می کند. یعنی هر چه تمرکز مالکیت بیشتر باشد کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده و عملکرد شرکت افزایش می یابد. البته این رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت و معیار ارزیابی عملکرد ROA صدق نمی کند.

براساس یافته های آزمون فرضیه دوم می توان نتیجه گیری کرد که بین معیارهای ارزیابی عملکرد و سیاست تقسیم سود در دوره زمانی (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴) رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به مدل های ارائه شده در فصل چهارم برای رابطه بین عملکرد شرکت و نسبت سود پرداختی نشان دهنده تغییرات همه جهت بین عملکرد شرکت و نسبت سود پرداختی می باشد بطوریکه ۱۲/۹ درصد، ۲۱ درصد و ۲۱/۹ درصد، از تغییرات نسبت سود تقسیمی به ترتیب توسط معیارهای ارزیابی عملکرد ROE،ROA و Q-TOBIN تفسیر می شود. که نشان دهنده ارتباط خوب و مثبت بین عملکرد شرکت و نسبت سود تقسیمی می باشد به این معنا که بهبود عملکرد می تواند افزایش سود تقسیمی را به دنبال داشته باشد. یعنی افزایش در عملکرد شرکت باعث افزایش در نسبت سود پرداختی می شود (و بالعکس). علت این ارتباط مثبت به دلیل نوع نگرش شرکت در مورد سیاست تقسیم سود به علت راضی نگه داشتن سرمایه گذاران با سود پرداختی بیشتر و عدم توجه به سرمایه گذاری بیشتر و ارزش سهام در بلند مدت می باشد. که این نوع نگرش می تواند عملکرد شرکت را در بلندمدت به دلیل عدم سرمایه گذاری های لازم در شرکت یا افزایش هزینه های استقراض کاهش دهد.

براساس یافته های آزمون فرضیه سوم می توان نتیجه گیری کرد که بین تمرکز مالکیت وجود سهامداران عمده و سیاست تقسیم سود در دوره زمانی (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴) رابطه معناداری وجود ندارد. با توجه به یافته های آزمون فرضیه فوق، نمی توان مدلی برای برآورد رابطه بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود تعیین نمود به عبارت دیگر بین سهامداران عمده و نسبت سود پرداختی در مدل طراحی شده رابطه معناداری وجود ندارد. شایان ذکر است تعیین این نوع رابطه بستگی به نوع ترکیب سهامداران (نهادی، داخلی و خارجی) دارد.

### پیشنهادها

پس از انجام مراحل یک تحقیق علمی، اگر تحقیق از یک روند سیستماتیک و پژوهشگرانه صورت گرفته باشد، محقق محققاً می تواند نظرانی را هم در مورد یافته ها و نتایج تحقیق و هم راهکارها و پیشنهاد هایی را به منظور بهبود و بسط پژوهش های آتی بیان کند. بدین سبب در ادامه پیشنهاد هایی را مطابق با نتایج تحقیق و همچنین برای پژوهش های آتی ارائه می شود.

### پیشنهادهایی مبتنی بر یافته های تحقیق

با توجه به نتیجه فرضیه اول به دلیل آنکه نوع ساختار مالکیت در بازار بورس اوراق بهادار تهران بسیار متمرکز است و رابطه تمرکز مالکیت با عملکرد شرکت برای کشوری که سیاست خصوصی سازی را دنبال می کند حائز اهمیت می باشد به سازمان

خصوصی سازی پیشنهاد می گردد به دلیل عدم وجود نهادهای حقوقی و قانونی برای حمایت از سهامداران کوچک، با توجه به نتایج تحقیق فوق که حاکی از تاثیر منفی مالکیت پراکنده بر عملکرد شرکت دارد بنابراین اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی باید با تامل بیشتری صورت گیرد.

۲- با توجه به نتیجه فرضیه دوم و ارتباط شدید بین عملکرد شرکت با نسبت سود پرداختنی به شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می گردد که سیاست تقسیم سود خود را با توجه به برنامه های سرمایه گذاری های شرکت در بلند مدت تنظیم کرد تا این سرمایه گذاری ها باعث افزایش عملکرد شرکت در بلند مدت شود.

۳- با توجه به نتیجه فرضیه سوم و تاثیر نوع ترکیب سهامداران بر سیاست تقسیم سود به سرمایه گذاران پیشنهاد می گردد در زمان سرمایه گذاری به ترکیب سهامداران توجه نمود. به دلیل اینکه عقاید هر یک از سهامداران عمده برای سیاست تقسیم سود متفاوت است.

۴- با توجه به نتیجه فرضیه سوم و تاثیر نوع ترکیب سهامداران بر سیاست تقسیم سود به محققین پیشنهاد می گردد در زمان بررسی رابطه بین سهامداران عمده و نسبت سود پرداختنی ترکیب سهامداران عمده را با توجه به سهامداران نهادی، داخلی و خارجی در نظر گرفته شود چرا که آثار هر یک به دلایل عقاید متفاوت در ارتباط با توزیع یا نگهداری سود شرکت متفاوت است.

### پیشنهادهایی برای تحقیق های آتی

- ✓ - بررسی اثر مالکیت سهام مدیریتی و مالکیت سهام خانوادگی بر عملکرد شرکت.
- ✓ - انجام بررسی مشابه در یک دوره زمانی ۱۰ یا ۱۵ ساله
- ✓ - بررسی ارتباط ترکیب سهامداران (داخلی، خارجی و نهادی) بر سیاست تقسیم سود شرکت.
- ✓ - استفاده از سایر تعاریف متغیرهای وابسته و سایر متغیرهای ارزیابی عملکرد، در بررسی تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود
- ✓ - در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی نظیر عامل صنعت، رشد، اندازه و ارزش شرکت بر رابطه تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود.

### محدودیت های تحقیق

بعضی از محدودیت های تحقیق ذاتی است و بر خی از آنها ناشی از شرایط محیطی و محدودیت زمانی انجام تحقیق است. از جمله محدودیت های ذاتی می توان به عدم وجود اطلاعات مالی شرکت ها بطور کامل در سایت رسمی بورس اوراق بهادار، عدم امکان دسترسی به اطلاعات مربوط به سیاست تقسیم سود شرکتهای، عدم همخوانی میان اطلاعات ارائه شده توسط نرم افزارهای بورس اوراق بهادار اشاره کرد. در زیر به محدودیت هایی که نتیجه تحقیق را تحت تاثیر قرار می دهند اشاره می شود:

۱- در این تحقیق معیار سهامداران عمده، مالکیت ۵٪ سهام در نظر گرفته شد. در صورتی که درصد بالاتر یا پایین تر در نظر گرفته می شد. امکان دستیابی به نتایج متفاوت وجود دارد. ضمن آنکه اکثر شرکت ها ملاک ۵٪ در نظر گرفته بودند، و در صورتی معیاری متفاوت، دستیابی به اطلاعات مشکل می شد.

۲- به دلیل عدم تجدید ارزیابی داراییها شرکتهای بورسی، به دلیل وجود برخی از قوانین مالیاتی، از ارزش بازار و دفتری سهام در محاسبه نسبت Q توبین استفاده شده است.

### منابع:

۱. احمدوند، ژ.، ۱۳۹۵، "بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایانامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، صفحه ۲۸، ۳۴، ۲۴، ۱۱.

۲. آذر، ع. و محمود مؤمنی، ۱۳۸۵ "آمار و کاربرد آن در مدیریت"، انتشارات سمت، جلد دوم، چاپ نهم، تهران، صفحه ۲۰۹، ۲۰۱.
۳. انصاری، ع. و منصور کریمی، ۱۳۸۸، "بررسی توان معیارهای داخلی ارزیابی عملکرد مدیریت در تبیین ارزش ایجاد شده برای سهامداران"، مجله تحقیقات حسابداری، شماره اول، صفحه ۱۱۳، ۱۱۷.
۴. بابایی، م. وارژنگ احمدوند، ۱۳۸۷، "بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله تحقیقات مالی، شماره ۲۶، صفحه ۴۵، ۴۷.
۵. پورحیدری، ا. و مسعود خاکساری، ۱۳۸۷، "بررسی عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله توسعه و سرمایه، سال اول شماره ۲، صفحه ۱۹۰، ۱۸۳.
۶. تهرانی، ر.، ۱۳۸۷، "مدیریت مالی"، انتشارات نگاه دانش، چاپ چهارم، صفحه ۴۵۶، ۴۵۲.
۷. جهانخانی، ع. و علی پارسایان، ۱۳۸۶، "مدیریت مالی"، انتشارات سمت، جلد اول، تهران، صفحه ۳۹.
۸. خاکی، غ.، ۱۳۸۷، "روش تحقیق با رویکردی به پایانامه نویسی"، انتشارات بازتاب، چاپ چهارم، تهران، صفحه ۳۰۳، ۳۰۵.
۹. خالقی مقدم، ح. و فرید برزیده، ۱۳۹۲، "ارتباط بین رویکردهای مختلف در اندازه گیری عملکرد مالی شرکت ها"، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی، صفحه ۳۵.
۱۰. خورشیدی، ق.، ۱۳۹۱، "مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته"، صفحه ۲۵۴.
۱۱. دلاور، ع.، ۱۳۹۴، "مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی"، انتشارات رشد، تهران، صفحه ۹۸.
۱۲. رحمان سرشت، ح. و رحیم مظلومی، ۱۳۹۴، "رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران با سهم مالکیت این نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات مدیریت شماره ۴۷، صفحه ۱۳۵، ۱۶۰.
۱۳. ماه آور پور، ر.، ۱۳۹۵، "بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایانامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا تهران، صفحه ۹۰، ۶۳، ۱.
۱۴. مشایخ، ش. و مشهد اسماعیلی، ۱۳۹۵، "بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه های راهبری در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، صفحه ۴۴، ۲۵.
۱۵. مظلومی، ن.، ۱۳۹۲، "رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران با سهم مالکیت این نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایانامه دکترا، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبای تهران، صفحه ۴۳، ۴۰، ۳۹، ۳۲، ۲۷، ۲۳، ۲۲، ۱۶.
۱۶. مهدوی، ا. و احمد میدری، احمد، ۱۳۹۴، "ساختار مالکیت و کارایی شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۷۱، ۱۲۹، ۱۲۸، ۱۲۳.
۱۷. مهرانی، ک.، ۱۳۹۳، "چارچوبی برای تجزیه و تحلیل سیاست های تقسیم سود"، مجله حسابدار، سال شانزدهم، شماره ۱۴۴، صفحه ۴۴.
۱۸. نوروش، ا. و قاسم ابراهیمی کردلر، ۱۳۹۴، "بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد". بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صفحه ۱۲۴، ۹۷.
19. Abdelsarm, O., El-masry, A. and, sabri, 2008, "Board composition, ownership structure and dividend policies in an Emerging market further Evidence from case 50 Managerial Finance, NO.12, PP, 953-964
20. Aydin, N., Sayim, and Yalama, A., 2007, "Foreign Ownership and firm Performance: Evidence from Turkey." International Research Journal of Finance and Economics. Issue 11, pp, 103-111.
21. Baba Naohiko, 2008, "Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese". www.elsevier.com

22. BakerH.,Kent, D., Saadi,S., "Impact of Financial and multinational operations on manger perceptions of dividend",Global Finance Journal, [www.elsevier.com](http://www.elsevier.com)
23. chapelle,A., 2014, ".Blok investments and the race corporate control in Belgium",universite Liber de Bruxelles,Belgim.
24. Chen,A. & Lanfeng Kao, 2015."The conflict between agency theory and corporate on managerial Ownership: the evidence from Taiwan IPO performance".International Journal of business,10.
25. Harada,Kimie and Nguyen,2015," Pascal Ownership concentration Agency Conflicts and Dividend policy in Japan".Working paper,NSW2052.
26. Jain,Ravi, 2007,"Institutional and Investor Preferences for Dividends and share Repurchases",Journal of Economices and Business,59,406-426
27. Jayesh,Kumar.,2014."Does Ownership Structure influence firm value?Evidance from Institute of Development Research India.
28. Laporta,L..LO pez-de-silanes,F..shleifer,2010,A.."vishny,R..,Agency problems and dividend policies Around the world",Journal of Finance,55,1-33.
29. Mueller,E.and A.spitz,2016, ".Managerial Ownership and company performance in German small and Medium-sized private Enterprises."German Economic Review.Issue 2,pp.2-18.
30. Navissi,Farshid.and Naiker,vic,2016,"Instiitutional Ownership and corporate value",Managerial Finance,vol.32 no.3,2006,pp.247-256.
31. ParigiBruno,Loriana Pelizzon,2008, " DiverSification and ownership concentration", Journal of Banking & Finance, [www.elsevier.com](http://www.elsevier.com)
32. Zhilan chan, Yan leung chang, Aris stouraitis,Anti W.S wong, 23 march 2015, "Ownership concentration,firm performance and dividend policy in Honkong".
33. Zhilan Chen, Yan-Leung Cheung,2015, "Aris Stouraitis, Anita W.S. Wong,Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend policy in Hong Kong,Prcific-Basin Finance Journal, 13:431-44



# Investigate the relationship between ownership concentration and company performance and dividend policy in the accepted companies in Tehran Securities Exchange

Hamed Chalabi

*Masters, Business Management, Financial Management Tendency*

---

## Abstract

In this study the relations among ownership concentration, company's performance and dividend policy in Tehran Stock Exchange were studied. The population included 147 companies studied in the period between 2012 to 2016 with a cross-sectional data integration hypotheses testing perspective. Integrated least squares regression (panel data) was used for data analysis. Ownership concentration, performance and dividend policy were evaluated using ownership percentage (owners of over 5% of shares), ROA, ROE and Q-TOBIN and DPS/EPS respectively. The results showed a significant correlation ship between ownership centralization and two performance criteria of ROE and Q-TOBIN at 95% level of significance. Ownership concentration caused 2% of ROE changes and 2.4% of Q-TOBIN changes. In other words, the more ownership concentration the more shall be the control over directors and the better shall be the corporate performance. But the relationship was not true about ownership concentration and ROA criteria. Furthermore, performance criteria and dividend showed significant correlations with percentages of 12.9%, 21% and 21.9% in dividend changes in ROA, ROE and Q-TOBIN. In other words, improved performance could increase dividend. No significant correlation was discovered between ownership concentration (major shareholders) and dividend policy.

**Keywords:** Concentration of ownership, Asset return ratio, Salary efficiency ratio of shareholders, Q turbine ratio

---