

# بررسی تاثیر بازار رقابت محصول بر پرداخت سود سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر حمید محمودآبادی

استادیار حسابداری دانشگاه شیراز، ایران

شهلا ابراهیمی

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه شیراز، ایران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۶/۰۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۱۲/۱۴

## چکیده

هدف این مقاله، بررسی تاثیر رقابت بازار محصول بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است. برای دستیابی به این هدف، شاخص هرفیندال-هیرشمن به عنوان معیار رقابت و نسبت سود سهام پرداختی به دارایی های پایان سال قبل، سود سهام پرداختی به سود خالص، سود سهام پرداختی به فروش پایان سال قبل و سود نقدی هر سهم به عنوان معیارهای میزان پرداخت سود سهام در نظر گرفته شده و چهار فرضیه مطرح شد. نمونه مورد بررسی شامل ۸۱ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۸۸ می باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش به روش داده های ترکیبی بیانگر این است که بین شاخص هرفیندال هیرشمن با نسبت سود سهام پرداختی به دارایی ها و نسبت سود سهام پرداختی به فروش رابطه منفی و بی معنی و بین شاخص هرفیندال هیرشمن با نسبت سود سهام پرداختی به سود خالص و سود نقدی هر سهم رابطه منفی معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، هر چقدر که رقابت در طبقه صنعت بیشتر باشد، سود سهام پرداختی نیز بیشتر خواهد بود. این یافته با مدل پیامد سازگار

است؛ بدین معنا که رقابت موجب می‌شود شرکت‌ها وجوه مازاد را به سهامداران برگردانده و در پروژه‌های غیر سودآور سرمایه‌گذاری ننمایند.

**واژه‌های کلیدی:** ۱. سود سهام، ۲. بازار رقابت محصول، ۳. داده‌های ترکیبی، ۴. بورس

اوراق بهادار تهران.

## **Investigating the Impact of Product Market Competition on the Dividend Payouts of Listed Companies on the Tehran Stock Exchange**

### **Abstract**

The purpose of this article is to investigate the impact of product market competition on the dividend payout policy of listed companies on the Tehran Stock Exchange. To achieve this aim, Herfindal-Hirshman index was considered as a measure of competition. Furthermore, cash dividend scaled by lagged total assets, cash dividend scaled by net income, cash dividend scaled by lagged sales and dividend per share was used as measures of dividend payouts. The data sample is restricted to 81 companies during an 8 years old period from 1381 to 1388. The results of hypothesis testing using panel data regression indicate that there is an insignificantly negative relationship between cash dividend scaled by lagged total assets, cash dividend scaled by lagged sales and Herfindal-Hirshman index even after controlling for potential confounding effects. Also, there is a significantly negative relationship between cash dividend scaled by net income, dividend per share and Herfindal-Hirshman index. In other words, the more the competition in industry group, the more is the dividend payouts. This finding is consistent with the outcome model. The implication of this result is that the competition will force companies to return excess cash to shareholders as dividend than investing them in non-profitable projects. Therefore, competition will be an effective disciplinary device.

**Key words:** Product Market Competition, Dividend Payout, Panel Data, Tehran Stock Exchange.

## ۱. مقدمه

مشکلات نمایندگی یک عامل تعیین کننده مهم در سیاست سود سهام شرکت می باشد. از یک سو، سود سهام دریافتی توسط سرمایه گذاران، به ویژه سهامداران اقلیت به این امر بستگی دارد که آیا سیستم قانونی کشور یا حاکمیت شرکتی شرکت می تواند به گونه ای اثربخش مشکلات نمایندگی را محدود نموده و افراد درون شرکت یا سهامداران کنترل کننده را وادار به توزیع وجه نقد نماید [14]. از سوی دیگر، پژوهش های اخیر بیانگر این است که رقابت بین شرکت ها در مقایسه با بازار کنترل شرکت یا نظارت از جانب نهادها می تواند یک مکانیسم حاکمیت شرکتی اثربخش تری برای کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران باشد [4]. رقابت موجب فراهم آوردن این انگیزه برای مدیران می شود که به گونه ای کارتر رفتار کنند. یکی از منطقی های اصلی چنین استدلالی این است که نیروهای انضباطی رقابت به سرعت مدیران نالایق را از بازار بیرون می نماید [12]. مدیران موجود در صنایع رقابتی تمایل دارند تلاش بیشتری را اعمال کنند و انگیزه های آنها به احتمال زیاد با انگیزه های سهامداران همراستا است [14]. بنابراین، در این مقاله، به بررسی این مساله پرداخته می شود که آیا رقابت بازار محصول تاثیری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟

## ۲. مبانی نظری

دو دهه قبل، بلک [6] عنوان کرد: هر چه قدر بیشتر تصویر سود سهام را بررسی می کنیم، بیشتر شبیه یک پازل به نظر می رسد که تکه های آن با هم جور نمی شوند. پازل سود سهام، دست کم از زمان مقاله بنیادی مودیلیانی و میلر [19] تا کنون توجه پژوهشگران مالی را به خود جلب کرده است. آنها مطرح کردند در یک دنیای کامل، هنگامی که سیاست سرمایه گذاری شرکت ثابت نگهداشته می شود، سیاست پرداخت سود سهام هیچ گونه تاثیری بر ثروت سهامداران ندارد. پرداخت سود سهام بیشتر موجب کاهش سود انباشته و سود سرمایه می شود و

برعکس. در نتیجه، کل ثروت سهامداران بدون تغییر باقی می‌ماند. به هر حال، بر خلاف این پیش‌بینی، شرکت‌ها استراتژی‌های پرداخت سود سهام خود را بسیار آگاهانه انتخاب می‌نمایند. این شواهد موجب طرح این پازل می‌شود که: شرکت‌ها چگونه سیاست پرداخت سود سهام خود را تعیین می‌نمایند [17]. از آن زمان، پژوهش‌های متعددی درصدد پاسخگویی به این پازل و توضیح این برآمده‌اند که چرا شرکت‌ها سود سهام می‌پردازند. تئوری‌های سنتی توضیح می‌دهند که شرکت‌ها به منظور علامت‌دهی اطلاعات مدیران به بازارها یا برآوردن تقاضای موکلین مبنی بر پرداخت سود سهام اقدام به پرداخت سود سهام می‌نمایند. به بیان دیگر، شرکت‌ها با پرداخت سود سهام در واقع سودآوری آتی خود را اعلام می‌کنند [14]. از نظر تجربی، این تئوری در ابتدا موفقیت‌هایی را کسب نمود؛ زیرا شرکت‌هایی که اقدام به پرداخت (یا افزایش) سود سهام می‌نمودند، قیمت سهامشان افزایش می‌یافت و برعکس [17]. در سال‌های اولیه شواهدی دال بر تایید این تئوری‌ها یافت شد اما پژوهش‌های اخیر موجب تردید درباره اثرات علامت‌دهی و موکلین به عنوان عوامل درجه یک تعیین‌کننده سیاست‌های سود سهام شده‌اند [14]؛ زیرا تغییرات سود سهام جاری به پیش‌بینی رشد سود آتی شرکت‌ها کمک نمی‌کند [17]. ایده دیگری که تا کنون توجه چندانی را به خود جلب ننموده، این است که سیاست‌های سود سهام موجب رسیدگی به مشکلات نمایندگی بین افراد درون شرکت و سهامداران برون سازمانی می‌شود. طبق این تئوری‌ها، اگر سود به سهامداران پرداخت نشود، اشخاص درون سازمانی ممکن است از آن‌ها برای استفاده شخصی سوء استفاده نمایند یا پروژه‌های غیرسودآوری را متعهد شوند که برای آن‌ها مزایای شخصی به همراه دارد. در نتیجه، سهامداران برون سازمانی سود سهام را به سود انباشته ترجیح می‌دهند [17]. افراد درون سازمانی با پرداخت سود سهام، سود شرکت را به سرمایه‌گذاران بر می‌گردانند و از این رو، دیگر نمی‌توانند از این سودها به نفع خودشان استفاده کنند. سود سهام (پرنده‌ای در دست) بهتر از سود انباشته (پرنده‌ای در بوته) است؛ زیرا سود انباشته ممکن است هرگز به عنوان سود سهام

آتی تحقق نیابد (می تواند به دور دست پرواز کند). افزون بر این، پرداخت سود سهام موجب می شود که شرکت ها در آینده به ناچار برای افزایش وجوه برون سازمانی به بازارهای سرمایه روی آورند و از این رو، در آن زمان این فرصت را برای سرمایه گذاران برون سازمانی فراهم می کند تا نوعی کنترل بر افراد درون سازمانی اعمال نمایند [17].

رقابت بازار محصول به واسطه تاثیرش بر هزینه های نمایندگی می تواند به گونه بالقوه دارای دو تاثیر متضاد بر سیاست پرداخت سود سهام باشد. در واقع، پرداخت سود سهام توسط شرکت می تواند پیامد رقابت شدید در بازار محصول یا به گونه ای جایگزین، جانشینی برای رقابت باشد [12 و 14]:

۱- مدل پیامد: طبق این مدل، مدیران موجود در بازارهای شدیداً رقابتی به این دلیل وجه نقد بیشتری را به سهامدارانشان توزیع می کنند که احتمال این که در صورت اداره نادرست منابع شرکت توسط نیروهای انضباطی رقابت جریمه شوند، بیشتر است. این ایده مبتنی بر این فرض است که رقابت موجب افزایش ریسک و هزینه های سرمایه گذاری بیش از اندازه مدیران می شود. از دیدگاه تئوریک، به نظر می رسد که دو استدلال عمده برای توجیه این فرض وجود داشته باشد. استدلال نخست در ارتباط با فرضیه تهدید انحلال است. منطق اصلی در اینجا این است که اگر شرکت موجود در یک صنعت شدیداً رقابتی اقدام به سرمایه گذاری در پروژه های دارای خالص ارزش فعلی منفی نماید، آن گاه از قدرت رقابت وی کاسته می شود (برای نمونه، برای جبران پروژه های بد، قیمت ها را افزایش می دهد) و در نتیجه، به احتمال زیاد از بازار بیرون رانده می شود. دومین استدلال برای مدل پیامد به فرضیه رقابت معیار مربوط است. طبق این فرضیه، رقابت بازار محصول از طریق ایجاد فرصت های بیشتر برای افراد برون سازمانی جهت محک زدن عملکرد شرکت با عملکرد رقبایشان موجب کاهش اطلاعات نامتقارن و هزینه های نظارت می شود. از نظر تجربی، مدل پیامد دارای این مفهوم ضمنی است که یک رابطه منفی بین میزان تمرکز صنعت و پرداخت سود سهام توسط شرکت وجود دارد.

۲- مدل جانشینی: طبق این مدل، سود سهام جانشینی برای سایر معیارهای سنجش انضباطی نظیر قوانین و مقررات، رعایت و مقررات بازارهای عمومی یا نقش انضباطی رقابت بازار است. افزون بر این، پرداخت سود سهام ممکن است به گونه متداول تری در بازارهای کمتر رقابتی (برای نمونه، بازارهای دارای اطلاعات کمتر) مورد استفاده قرار بگیرد. از این رو، مدیران موجود در بازارهای کمتر رقابتی سود سهام می‌پردازند و سهام را بازخرید می‌نمایند تا هزینه‌های نمایندگی بالقوه‌ای که به دلیل نبود فشار رقابتی از جانب بازار محصول ایجاد شده است را کاهش بدهند. طبق استدلال‌های تئوریک‌ی اخیر، مدیران شرکت‌های کمتر از واقع ارزش گذاری شده برای ایجاد شهرت بابت برخورد خوب با سهامداران ممکن است منطقاً چنین کاری را انجام دهند تا بتوانند در آینده با شرایط مساعدتری اقدام به افزایش سرمایه نمایند و ارزش اموالشان در شرکت را حداکثر کنند. از نظر مفاهیم ضمنی تجربی، مدل جانشینی پیش‌بینی می‌کند که پرداخت‌های شرکت باید با تمرکز صنعت به گونه‌ای مثبت رابطه داشته باشد؛ زیرا مدیران از سود سهام و بازخرید سهام به عنوان جانشینی برای رقابت شدید استفاده می‌کنند.

### ۳. پیشینه پژوهش

#### ۳.۱. پژوهش‌های خارجی

هی [14] به بررسی تاثیر رقابت بازار محصول بر کاهش مشکلات نمایندگی بین سهامداران اقلیت و سهامداران کنترل‌کننده در ژاپن پرداخت. وی با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۳۵۴۶۲ شرکت - سال در دوره زمانی ۲۰۰۴-۱۹۷۷ دریافت که شرکت‌های ژاپنی موجود در صنایع رقابتی‌تر به ویژه در دوره‌های رونق اقتصادی، سود سهام بیشتری را می‌پردازند. افزون بر این، رقابت شدید بین شرکت‌ها موجب کاهش تاثیر مشکلات نمایندگی در سطح شرکت بر سود سهام می‌شود. به بیان دیگر، رقابت بازار محصول موجب محدود نمودن مشکلات نمایندگی بین سهامداران کنترل‌کننده و سهامداران اقلیت می‌شود. نتایج بیانگر این است که رقابت بازار

محصول یک مکانیسم حاکمیت شرکتی اثربخش در سطح صنعت می‌باشد که می‌تواند مدیران را مجبور به توزیع وجه نقد به سرمایه‌گذاران برون سازمانی نماید.

گروئن و میچائیلی [12] رابطه بین رقابت بازار محصول و تصمیم مدیران مبنی بر توزیع وجه نقد به سهامداران را بررسی نمودند. آن‌ها با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۶۵۸۳۵ شرکت - سال طی دوره زمانی ۲۰۰۶-۱۹۷۲ دریافتند که شرکت‌های موجود در صنایع کمتر رقابتی در مقایسه با شرکت‌های موجود در بازارهای رقابتی‌تر دارای نسبت پرداخت به مراتب کمتری هستند. به بیان دیگر، حتی پس از کنترل اثرات متغیرهای خارجی بین میزان تمرکز صنعت و پرداخت‌های شرکت رابطه منفی وجود دارد. افزون بر این، آن‌ها دریافتند که این رابطه منفی بین میزان تمرکز صنعت و پرداخت‌های شرکت در بین شرکت‌هایی که مشخصات کلی آن‌ها موجب می‌شود که الف) به احتمال زیاد هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد بیشتری داشته باشند و ب) به احتمال کم هدف شکار باشند، بسیار قوی‌تر است. به گونه کلی، نتایج آن‌ها موید این ایده است پرداخت‌های شرکت پیامد نیروهای انضباطی رقابت بازار محصول هستند.

هوبرگ و همکاران [15] با استفاده از شرح مندرج در متن فرم 10-k به بررسی نحوه تاثیر بازارهای محصول شرکت و مشخصات اساسی محصول بر سود سهام و بازخرید سهام پرداختند. نمونه مورد بررسی آن‌ها شامل ۴۰۶۳۱ مشاهده طی دوره زمانی ۲۰۰۸-۱۹۹۸ بود. آن‌ها دریافتند که شرکت‌های پرداخت کننده سود سهام به احتمال زیاد شرکت‌های باثبات دارای گردش محصول کم، محصولات متنوع و متعلق به بازارهای محصول متمرکزتر هستند. همچنین، شرکت‌هایی که محصولاتشان را به احتمال زیاد به یک مشتری تجاری می‌فروشند، تمایل بیشتری به پرداخت سود سهام دارند اما تمایل آن‌ها برای بازخرید سهام کمتر است. به بیان دیگر، آن‌ها برای مخابره ثبات خود به مشتریان تجاری از سود سهام استفاده می‌کنند.

بوث و ژو [7] به بررسی این موضوع پرداختند که قدرت بازار یک شرکت چگونه و چرا بر سیاست سود سهام تاثیر می‌گذارد. آن‌ها با استفاده از نمونه‌ای متشکل از شرکت تولید ایالات متحده طی دوره زمانی ۲۰۰۲-۱۹۷۲ دریافتند که قدرت بازار هم از نظر احتمال پرداخت و هم از نظر میزان پرداخت به گونه‌ای مثبت بر تصمیم سود سهام تاثیر می‌گذارد. افزون بر این، این تاثیر مثبت را می‌توان توسط این واقعیت توضیح داد که شرکت‌های دارای قدرت بازار بیشتر عملکرد عملیاتی بهتر و باثبات‌تری را در آینده نزدیک انتظار دارند و این امر ریسک تجاری آن‌ها را کاهش می‌دهد. به بیان ساده‌تر، ساختار بازار از طریق ریسک تجاری بر تصمیم سود سهام تاثیر می‌گذارد. شرکت‌های رقابتی‌تر ریسک بیشتری دارند و در مقایسه با شرکت‌های دارای قدرت بازار به احتمال کمتری سود سهام می‌پردازند.

### ۲.۳. پژوهش‌های داخلی

در ایران تا کنون هیچ پژوهشی در راستای تاثیر رقابت بر پرداخت سود سهام انجام نشده است.

### ۴. روش پژوهش

این پژوهش کاربردی و طرح آن از نوع شبه تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. به بیان دیگر، این روش برای انجام پژوهش‌هایی بکار می‌رود که پژوهش‌گر در جست و جوی 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 [۳].

### ۴.۱. فرضیه‌های پژوهش

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

۱- بین شاخص هرفیندال-هیرشمن و سود سهام نقدی به کل دارایی‌های سال قبل رابطه معناداری وجود دارد.

۲- بین شاخص هرفیندال-هیرشمن و سود سهام نقدی به سود خالص رابطه معناداری وجود دارد.

۳- بین شاخص هرفیندال-هیرشمن و سود سهام نقدی به کل فروش سال قبل رابطه معناداری وجود دارد.

۴- بین شاخص هرفیندال-هیرشمن و سود نقدی هر سهم رابطه معناداری وجود دارد.

#### ۴.۲. تعریف متغیرهای پژوهش

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

#### ۴.۲.۱. متغیرهای مستقل

متغیر مستقل در این مطالعه، رقابت بازار محصول است که از طریق تمرکز صنعت و همانند پژوهش‌های گروئن و میچائیلی [12]، هی [14] و مارسی او کیتیت و پارک [18] با استفاده از شاخص هرفیندال-هیرشمن اندازه‌گیری می‌شود. این شاخص به صورت زیر محاسبه می‌شود:

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

در این رابطه،  $SALES_{i,j}$  کل فروش شرکت  $i$  در صنعت  $j$  است. اما از آنجا که بر اساس دسته‌بندی بورس تهران، شرکت‌های موجود در یک صنعت، الزاماً فعالیت مشابهی را انجام نمی‌دهند، برای این که یک معیار سنجش معنادار از رقابت بازار محصول بدست آید، به جای صنعت، از طبقه صنعت استفاده و شاخص هرفیندال - هیرشمن برای طبقات صنعت دارای دست کم ۱۰ شرکت در هر طبقه محاسبه شد. در واقع، شاخص هرفیندال-هیرشمن، تمرکز صنعت را اندازه‌گیری می‌کند. هر چقدر که این شاخص بیشتر باشد، بیانگر تمرکز بیشتر و رقابت کمتر در صنعت است و برعکس. از آنجا که نرم‌افزارها و پایگاه داده‌های موجود تنها داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بر دارد، معیار سنجشی که به این صورت محاسبه می‌شود، ممکن است رقابت در صنعت را کمتر از اندازه برآورد کند؛ زیرا شرکت‌های خصوصی را در نظر نمی‌گیرد. اما همبستگی بین این معیار و تعداد

شرکت‌های موجود در صنعت ۶۱٪ است؛ به این معنا که صنایع متمرکزتر دارای تعداد شرکت کمتری است. همبستگی بین این معیار و میانگین کل دارایی‌ها ۰/۳۰ است؛ یعنی شرکت‌های موجود در صنایع متمرکزتر از اندازه بزرگ‌تری برخوردارند. هر دو این ضرایب از نظر آماری در سطح ۵ درصد معنادار است و این امر حاکی از این می‌باشد که معیار سنجش محاسبه شده نشان‌دهنده تمرکز در صنایع ایران می‌باشد.

#### ۴.۲.۲. متغیرهای وابسته

در این پژوهش، همچون پژوهش‌های هی [14]، گروئن و میچائیلی [12]، فاما و فرنچ [9] و جنسن و همکاران [16] متغیرهای وابسته عبارت‌اند 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 و سود نقدی هر سهم عادی.

#### ۴.۲.۳. متغیرهای کنترل

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 عبارت‌اند از:

**اندازه:** مطابق پژوهش‌های هی [14]، گروئن و میچائیلی [12] و فاما و فرنچ [9] 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.

**سودآوری:** همانند پژوهش‌های هی [14]، گروئن و میچائیلی [12]، 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 هی [14]، گروئن و میچائیلی [12] و رجبی و همکاران [12] نیز به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است.

**نسبت سود انباشته به کل حقوق صاحبان سهام:** این نسبت نشان دهنده 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 هی [14] و دی آنجلو و همکاران [8] به عنوان یکی از عوامل موثر بر پرداخت سود سهام در نظر گرفته شده است.

#### ۴.۲.۴. مدل‌های آزمون فرضیه‌ها

مدل‌های زیر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش تخمین زده شدند:

$L\left(\frac{D_{it}}{A_{it-1}}\right) = \beta + \beta_1 LHHI_{it} + \beta_2 LROA_{it} + \beta_3 LMV_{it} + \beta_4 LRE_{it} + \beta_5 LDR_{it} + \varepsilon_{it}$	فرضیه ۱
$L\left(\frac{D_{it}}{I_{it}}\right) = \beta + \beta_1 LHHI_{it} + \beta_2 LROA_{it} + \beta_3 LMV_{it} + \beta_4 LRE_{it} + \beta_5 LDR_{it} + \varepsilon_{it}$	فرضیه ۲
$L\left(\frac{D_{it}}{S_{it-1}}\right) = \beta + \beta_1 LHHI_{it} + \beta_2 LROA_{it} + \beta_3 LMV_{it} + \beta_4 LRE_{it} + \beta_5 LDR_{it} + \varepsilon_{it}$	فرضیه ۳
$LDPS_{it} = \beta + \beta_1 LHHI_{it} + \beta_2 LROA_{it} + \beta_3 LMV_{it} + \beta_4 LRE_{it} + \beta_5 LDR_{it} + \varepsilon_{it}$	فرضیه ۴

$L\left(\frac{D_{it}}{A_{it-1}}\right)$ : لگاریتم سود سهام نقدی سهام عادی تقسیم بر کل دارایی‌های سال قبل

$L\left(\frac{D_{it}}{S_{it-1}}\right)$ : لگاریتم سود سهام نقدی سهام عادی تقسیم بر کل فروش سال قبل

$L\left(\frac{D_{it}}{I_{it}}\right)$ : لگاریتم سود سهام نقدی سهام عادی تقسیم بر سود خالص

$LDPS_{it}$ : لگاریتم سود هر سهم عادی

$LHHI_{it}$ : لگاریتم شاخص هرفیندال - هیرشمن

$LROA_{it}$ : لگاریتم بازده دارایی‌ها

$LMV_{it}$ : لگاریتم ارزش بازار سهام

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

$LDR_{it}$ : لگاریتم نسبت بدهی (اهرم)

#### ۴.۳. جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و محدوده زمانی

با توجه به محدودیت اطلاعات، دوره مورد مطالعه از سال ۱۳۸۱ تا پایان ۱۳۸۸ و جامعه آماری مورد بررسی کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در انتخاب نمونه موارد زیر در نظر گرفته شده است:

طبقات صنعت دارای بیش از ۱۰ شرکت باشد، 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 ۱۳۸۰ 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، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها طی دوره مورد بررسی منفی نباشد و شرکت انتخابی جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و موسسه‌های بیمه نباشد.

با توجه به محدودیت‌های فوق تعداد ۸۷ شرکت یافت گردید که پس از بررسی‌های لازم و حذف مشاهدات پرت، تعداد ۸۱ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. از این رو، کل این شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت و هیچ گونه نمونه‌گیری به عمل نیامد.

#### ۴.۴. روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش آرشویی 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 نرم افزار وجود داشت، با استفاده از صورت‌های مالی موجود در سایت سازمان بورس اوراق بهادار ([www.rdis.ir](http://www.rdis.ir)) و اطلاعات سایت‌های ([www.irportfolio.com](http://www.irportfolio.com)) و ([www.fipiran.org](http://www.fipiran.org)) مغایرت‌گیری به عمل آمد.

#### ۴.۵. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش، به منظور بررسی رابطه رقابت بازار محصول و سود سهام پرداختی شرکت‌ها، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۸۸ آزمون می‌شوند. بنابراین، در این بررسی، از تجزیه و تحلیل "داده‌های ترکیبی" استفاده خواهد شد [5].

در ابتدا به بررسی ایستایی یا پایایی متغیرهای وابسته و کنترل پژوهش پرداخته شد. پارامترهای (گشتاورهای) مربوط به متغیرهای هر مدل اعم از مستقل 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 [۱]. بر اساس آزمون ریشه واحد فیلیپس پرون، چون مقدار P-Value کمتر از ۵٪ بوده است، کل متغیرهای 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. جدول ۱ خلاصه این اطلاعات را نشان می‌دهد.

### جدول ۱: نتایج آزمون فیلیس پرون

متغیر	آماره $\chi^2$	سطح معناداری	متغیر	آماره $\chi^2$	سطح معناداری
$L(\frac{D_{it-1}}{A_{it-1}})$	۲۹۲/۸۴۵	۰/۰۰۰۰	$LROA_{it}$	۲۰۴/۱۷۵	۰/۰۱۳۸
$L(\frac{D_{it-1}}{S_{it-1}})$	۳۱۳/۸۱۲	۰/۰۰۰۰	$LMV_{it}$	۳۰۲/۸۶۷	۰/۰۰۰۰
$L(\frac{D_{it-1}}{I_{it}})$	۴۶۸/۰۶۹	۰/۰۰۰۰	$LRE_{it}$	۲۰۴/۶۱۰	۰/۰۱۳۱
$LDPS_{it}$	۲۱۸/۳۸۸	۰/۰۰۲۱	$LDR_{it}$	۲۴۲/۳۴۵	۰/۰۰۰۰
$LHHI_{it}$	۵۰۸/۴۳۹	۰/۰۰۰۰			

سپس، آزمون چاو (۱۹۶۰) به منظور انتخاب از بین روش داده‌های تلفیقی و روش اثرات ثابت انجام شده است [5]. نتایج حاصل از این آزمون که در جدول ۲ آورده شده است بیانگر رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش اثرات ثابت برای این گروه از شرکت‌ها می‌باشد.

### جدول ۲: نتایج آزمون چاو

فرضیه	آماره $F$	سطح معناداری
۱	$F(۸۰, ۵۶۲) = ۲/۶۱۵۳۲۵$	۰/۰۰۰۰
۲	$F(۸۰, ۵۶۲) = ۱/۸۹۳۸۱۲$	۰/۰۰۰۰
۳	$F(۸۰, ۵۶۲) = ۶/۲۴۱۰۹۱$	۰/۰۰۰۰
۴	$F(۸۰, ۵۶۲) = ۳/۶۲۰۱۱۷$	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 [5]. نتایج حاصل از این آزمون که در جدول شماره ۳ آورده شده است حاکی از رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش اثرات تصادفی برای شرکت‌های مورد بررسی می‌باشد.

### جدول ۳: نتایج آزمون بروش پاگان

سطح معناداری	آماره $\chi^2$	فرضیه
۰/۰۰۰۰	۵۰/۷۹	۱
۰/۰۰۰۰	۱۸/۸۷	۲
۰/۰۰۰۰	۳۱۴/۶۶	۳
۰/۰۰۰۰	۱۰۹/۲۷	۴

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 [5]. نتایج بدست آمده از این آزمون که در جدول شماره ۴ آورده شده است بیانگر رد فرضیه صفر و انتخاب روش اثرات ثابت برای فرضیه‌های ۱، ۳ و ۴ و عدم رد فرض صفر و در نتیجه، بکارگیری روش تصادفی برای فرضیه ۲ می‌باشد.

### جدول ۴: نتایج آزمون هاسمن

سطح معناداری	آماره $\chi^2$	فرضیه
۰/۰۳۲۸	۱۲/۱۵۲۸۸۲	۱
۰/۲۶۸۹	۶/۴۰۳۱۱۲	۲
۰/۰۲۵۸	۱۲/۷۵۸۴۴۲	۳
۰/۰۰۰۰۳	۲۳/۰۹۳۷۸۷	۴

لازم به ذکر است که به منظور کنترل تاثیر سایر عوامل موثر بر پرداخت سود سهام، سودآوری، اندازه، نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی شرکت‌ها نیز به عنوان متغیرهای کنترلی در مدل‌های مزبور گنجانده شده‌اند. جدول شماره ۵ نتایج برآورد مدل فرضیه‌های ۱، ۳

و ۴ پژوهش را به روش اثرات ثابت و فرضیه ۲ پژوهش را به روش اثرات تصادفی نشان می‌دهد.

جدول ۵: نتایج برآورد الگو

فرضیه ۴	فرضیه ۳	فرضیه ۲	فرضیه ۱	
-۶/۷۷۹۹۶۴ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۱۴۹۲۷۳ (۰/۵۷۷۵)	-۲/۱۱۴۳۱۰ (۰/۰۰۰۱)	۰/۰۴۷۱۴۵ (۰/۸۰۴۴)	C
-۰/۲۳۵۲۸۳ (۰/۰۰۶۰)	-۰/۰۲۲۴۰۹ (۰/۱۶۲۴)	-۰/۰۲۸۹۴۴ (۰/۰۳۳۴)	-۰/۰۱۵۶۹۴ (۰/۱۶۸۶)	$LHHI_{it}$
۶/۱۵۲۳۶۷ (۰/۰۰۰۰)	۰/۷۱۲۳۹۹ (۰/۰۰۰۰)	۰/۴۳۶۷۷۴ (۰/۰۰۰۰)	۰/۸۹۲۹۵۴ (۰/۰۰۰۰)	$LROA_{it}$
۰/۱۲۰۳۱۲ (۰/۰۰۲۸)	۰/۰۴۲۴۰۹ (۰/۰۰۰۰)	۰/۰۱۵۶۰۴ (۰/۰۴۶۰)	۰/۰۳۹۴۹۲ (۰/۰۰۰۰)	$LMV_{it}$
۶/۳۷۷۲۶۸ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۰۵۰۳۸۷ (۰/۸۰۹۷)	۱/۶۸۲۹۲۸ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۲۱۰۱۴۸ (۰/۱۵۸۰)	$LRE_{it}$
۰/۴۱۴۶۲۳ (۰/۰۰۰۰)	۰/۰۶۱۳۳۷ (۰/۰۰۰۱۲)	۰/۰۱۲۶۱۴ (۰/۷۰۸۰)	۰/۰۵۶۰۱۹ (۰/۰۰۰۰)	$LDR_{it}$
۰/۷۹۴۶۸۲	۰/۷۹۰۹۵۴	۰/۱۲۰۸۱۹	۰/۸۱۴۷۴۱	$R^2$
۰/۷۶۳۶۲۹	۰/۷۵۹۳۳۷	۰/۱۱۳۹۷۲	۰/۷۸۶۷۲۱	$R^2$ تعدیل شده
۸۱	۸۱	۸۱	۸۱	تعداد شرکت‌ها
۶۴۸	۶۴۸	۶۴۸	۶۴۸	تعداد مشاهدات
۲۵/۵۹۰۸۵ (۰/۰۰۰۰۰۰)	۲۵/۰۱۶۵۱ (۰/۰۰۰۰۰۰)	۱۷/۶۴۵۰۳ (۰/۰۰۰۰۰۰)	۲۹/۰۷۷۴۶ (۰/۰۰۰۰۰۰)	آماره F
۱/۷۱۳۰۸۷	۱/۹۵۸۱۵۵	۱/۷۳۴۸۴۹	۱/۸۶۴۴۲۵	D-W

• اعداد داخل پرانتز نمایانگر سطح معناداری ضرایب است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۱ و فرضیه ۳ بیانگر این است که رابطه منفی بین شاخص هرفیندال - هیرشمن با به ترتیب، نسبت سود سهام به دارایی‌ها و نسبت سود سهام به فروش وجود دارد. به بیان دیگر، هر چقدر که شاخص هرفیندال - هیرشمن کمتر (رقابت بیشتر) باشد، نسبت سود سهام پرداختی به دارایی‌ها و نسبت سود سهام پرداختی به فروش بیشتر خواهد بود. اما این رابطه معنادار نیست. از این رو، فرضیه نخست و سوم رد می‌شوند. از سوی دیگر، نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه ۲ و ۴ نشان دهنده این است که رابطه منفی معناداری بین شاخص هرفیندال هیرشمن با به ترتیب، نسبت سود سهام به فروش و سود تقسیمی هر سهم وجود دارد. این یافته بیانگر تائید فرضیه‌های مزبور در سطح معناداری ۵ درصد می‌باشد. از این رو، می‌توان نتیجه گرفت که هر چقدر رقابت بیشتر باشد، نسبت سود سهام پرداختی به فروش و سود تقسیمی هر سهم بیشتر خواهد بود. این نتیجه با مدل پیامد سازگار است. بر اساس این مدل، رقابت می‌تواند به شیوه‌هایی همانند یک سیستم قانونی قدرتمند بر سود سهام پرداختی شرکت تاثیر بگذارد. در واقع، رقابت شرایطی را فراهم می‌کند که مدیران را مجبور می‌کند به جای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیرسودآور اقدام به پرداخت سود سهام نمایند.

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 سود سهام پرداختی به دارایی‌ها، نسبت سود سهام پرداختی به سود خالص، نسبت سود سهام پرداختی به فروش و سود تقسیمی هر سهم وجود دارد. این یافته با نتایج پژوهش‌های گروئن و میچائیلی [12]، هی [14]، فاما و فرنچ [8] و جنسن و همکاران [16] سازگار است اما در پژوهش‌های [14] 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 به ترتیب، نسبت سود سهام پرداختی به دارایی‌ها، نسبت سود سهام پرداختی به سود خالص، نسبت سود سهام پرداختی به فروش و سود هر سهم نیز در هر چهار مدل مثبت و معنادار است. این نتیجه با یافته‌های گروئن و

میچائیلی [12]، هی [14] و فاما و فرنچ [8] سازگار است. فاما و فرنچ [8] 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. برعکس، گوگلر و یورتوگلو [11] و فارینها [10] نشان دادند که بین پرداخت سود سهام با اندازه شرکت به ترتیب در آلمان و در یونایتد کینگدام رابطه منفی وجود دارد.

رابطه بین نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام با پرداخت سود سهام در فرضیه‌های ۲ و ۴ مثبت و معنادار بوده که این امر با یافته‌های هی [14] و دی آنجلو و همکاران [8] سازگار است اما این رابطه در فرضیه‌های ۱ و ۳ منفی و بی‌معنی است که این نتیجه با نتایج هی [14] و دی آنجلو و همکاران [8] مغایرت دارد. در خصوص تاثیر اهرم نیز مدل‌های ارائه شده بیانگر این است که بین نسبت بدهی با پرداخت سود سهام در هر چهار فرضیه رابطه مثبتی وجود دارد که این رابطه در فرضیه‌های ۱، ۳ و ۴ معنادار و در فرضیه ۲ بی‌معنی است. این یافته نیز مغایر با پژوهش هی [14] می‌باشد. 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 [14].

## ۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پژوهش‌های اخیر بیانگر این است که رقابت بازار محصول را می‌توان به عنوان یکی دیگر از عامل انضباطی برون سازمانی در نظر گرفت که موجب کاهش مشکلات نمایندگی درون شرکت می‌شود. رقابت از طریق افزایش ریسک و هزینه سرمایه‌گذاری بیش از اندازه مدیران را مجبور به توزیع وجوه به سهامداران می‌نماید. از این رو، استدلال می‌شود که پرداخت سود سهام توسط شرکت‌ها را می‌توان نتیجه رقابت بازار محصول یا به گونه‌ای جایگزین، جانشینی برای رقابت در نظر گرفت. نتایج حاصل از این پژوهش موید این است که پرداخت سود سهام

را می‌توان به عنوان پیامد نیروهای انضباطی رقابت بازار محصول در نظر گرفت. یافته‌های پژوهش بیانگر وجود رابطه منفی بین تمرکز صنعت و پرداخت سود سهام است. به بیان دیگر، در صناعی که رقابت بیشتری وجود دارد، میزان پرداخت سود سهام نیز بیشتر است.

در انجام این پژوهش، محدودیت‌هایی به شرح زیر وجود داشت:

- ۱- عدم دسترسی به اطلاعات فروش شرکت‌هایی که در بورس فعالیت نمی‌کنند.
- ۲- نبود تعداد زیادی طبقه صنعت دارای بیشتر از ۱۰ شرکت طی دوره مورد بررسی که در نتیجه، تعداد شرکت‌های مورد بررسی کاهش یافت.

در پایان، به پژوهشگران آتی توصیه می‌شود که تاثیر رقابت و ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر پرداخت سود سهام را به صورت همزمان بررسی نموده و تاثیر این دو ساز و کار را با هم مقایسه نمایند تا مشخص شود که در بورس اوراق بهادار تهران، کدامیک، ساز و کار نظارتی اثربخش‌تری محسوب می‌شود.

## منابع و مآخذ

۱. رجبی، روح‌الله، آقاجانی، مجید و اصلانی، زهرا، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین مکانیزم‌های نظام راهبری شرکت‌ها و سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۴.
۲. عباسی نژاد، حسین، (۱۳۸۰)، **اقتصادسنجی (مبانی و روش‌ها)**، چاپ اول، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
۳. عبدالخلیق، رشاد و آجین کیا، بیبین، (۱۳۷۹)، **پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش‌شناختی**، چاپ اول، مترجم: نمازی، محمد، شیراز، انتشارات دانشگاه شیراز.

4. Allen, F. and D. Gale, (2000), "Corporate Governance and Competition", published in *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, edited by X. Vives, Cambridge University Press, PP. 23-94.
5. Baltagi, Badi H., (2005), **Econometric Analysis of Panel Data**, 3rd Edition, Great Britain, John Wiley & Sons Ltd.
6. Black, F., (1976), "The dividend puzzle", **Journal of Portfolio Management**, Vol. 2, PP. 5-8.
7. Booth, L. and J. Zhou, (2009), "Market Power and Dividend Policy: a Risk-Based Perspective".
8. De Angelo, H. and L. De Angelo 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.
9. 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.
10. Farinha, J., (2003), "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: an Empirical Analysis", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol. 30, PP. 1173-209.

11. Gugler, K. and B. Yurtoglu, (2003), "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany", **European Economic Review**, Vol. 47, PP. 731-58.
12. Grullon, G. and R. Michaely, (2008), "Corporate Payout Policy and Product Market Competition", Working paper, Cornell University.
13. Gujarati, N. Damodar, (1995), **Basic Econometrics**, Furth edition, McGraw-Hill International Editions: Economic Series.
14. He, W., (2009), "Agency Problems, Product Market Competition and Dividend Policy in Japan".
15. Hoberg, G., Phillips, G. and N. Prabhala, (2010), "Text-Based Product Characteristics, Competition and Dividends".
16. 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. 247-63.
17. 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.
18. Marciukaityte, D. and J. C. Park, (2009), "Market Competition and Earnings Management".

19. Miller, M. H. and Modigliani, F., (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", **Journal of Business**, Vol. 34, PP. 411-33.