



سیاست تقسیم سود در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی: مطالعه تجربی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمد حسین ستایش^{۱*}، مصطفی کاظم نژاد^۲
محمد هادی حسینی سارانی^۳ محمد تشکری جهرمی^۴

۱- دانشیار دانشگاه شیراز

۲- دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه شیراز

۳- ارشد حسابداری

۴- ارشد حسابداری

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۱۲/۰۳ . تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۰۵/۰۴

چکیده:

هدف این پژوهش بررسی سیاست تقسیم سود در شرکت‌های خانوادگی و مقایسه آن با شرکت‌های غیر خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ است. در این راستا، سیاست تقسیم سود شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی با استفاده از آزمون U من-ویتنی مقایسه شد. افزون بر این، با استفاده از مدل رگرسیون خطی، رابطه مالکیت خانوادگی و حضور اعضای خانوادگی در هیأت مدیره با سود تقسیمی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد که به طور کلی تفاوت معناداری بین تقسیم سود در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی وجود دارد و به طور میانگین، شرکت‌های خانوادگی سود نقدی کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کنند. افزون بر این، یافته‌های تجربی حاصل از بررسی رابطه بین نوع مالکیت و میزان سود تقسیمی (با کنترل متغیرهای اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها، اهرم مالی و فرصت‌های رشد) حاکی از وجود رابطه معکوس معنادار بین این دو متغیر است.

واژگان کلیدی: تقسیم سود، شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی، بورس اوراق بهادار تهران.



مقدمه:

ادبیات پژوهش حاکمیت شرکتی و هزینه های نمایندگی نشان می دهد که چگونه ساختار مالکیت شرکتها بر تصمیمات مالی آن ها تأثیرگذار است. بر اساس فرضیه تضاد منافع (جنسن و مکلینگ [۱۶] و دمستز [۱۲]) تمرکز مالکیت به وسیله مدیران می تواند اثری منفی یا مثبت بر مشکلات نمایندگی- بسته به شرایط و نوع مشکلات- داشته باشد. علاوه بر این، تمرکز مالکیت توسط اشخاص برون سازمانی نیز ممکن است سطح نظارت بر مدیران شرکت را افزایش داده و مزیت هایی نیز برای گروه سهامداران عمده و کنترل کننده و سهامداران اقلیت به طور مشترک ایجاد کند [۷].

سیاست تقسیم سود می تواند به عنوان یکی از ابزارهای جلوگیری از سلب مالکیت سهامداران بیرونی مورد استفاده قرار گیرد. مباحث نظری ارائه شده توسط روزف [۲۳]، استربروک [۱۳] و جنسن [۱۷] بیان می دارد که میزان تقسیم سود، جریان نقد آزاد موجود در دست افراد داخلی و در معرض نظارت بازار سرمایه و در نتیجه برخی مشکلات نمایندگی بین مدیران و مالکان، مالکان و بستانکاران و سهامداران اقلیت و اکثریت را کاهش می دهد [۱۵].

استربروک [۱۳] بیان می کند که مدیران به عنوان نماینده کامل عمل نکرده و هر وقت بتوانند در راستای منافع شخصی خود عمل خواهند کرد. پرداخت سود نقدی شرکت را وادار به فعالیت در بازار سرمایه می کند و بنابراین سود تقسیمی به عنوان یک سازوکار کنترلی عمل خواهد کرد. لاپورتا و همکاران [۱۹] نیز بیان می کنند که سیاست تقسیم سود می تواند اثری مثبت بر حاکمیت شرکتی داشته باشد. وقتی که مشکلات نمایندگی مربوط به جریان نقدی آزاد بیشتر باشد، سهامداران تقاضای بیشتری برای تقسیم سود نقدی می کنند.

بر اساس تئوری نمایندگی، برخی مطالعات به بررسی و آزمون عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکتها و این که چگونه ساختار مالکیت بر میزان سود تقسیمی تأثیر می گذارد پرداخته اند (از قبیل بارسلی و همکاران [۸]، فارینها [۱۴]، شورت و همکاران [۲۵]). اما تمرکز همه این پژوهشها بر شرکت هایی بوده که در آن ها نوع مرسوم مشکلات نمایندگی بین مالکان و مدیران وجود دارد. این در حالی است که تئوری نمایندگی و مشکلات مربوط به آن در برخی از شرکتها به ویژه شرکت های خانوادگی متفاوت از سایر شرکتها است. همچنین خود مالکیت خانوادگی می تواند به عنوان یک سازوکار حاکمیت شرکتی در رابطه با سیاست تقسیم سود باشد [۱۰].

با توجه به مطالب عنوان شده و این مسأله که تاکنون در ایران پژوهشی در این رابطه صورت نگرفته است، در این مطالعه سیاست تقسیم سود در شرکت های خانوادگی در مقایسه با سایر شرکتها مورد بررسی و مقایسه قرار گرفته است.



مبانی نظری و پیشینه پژوهش

کنترل و مالکیت خانوادگی یکی از اشکال متداول در شرکت‌های تجاری عمومی در سرتاسر جهان است. به طور کلی شرکت‌های خانوادگی، به عنوان یک شرکت که مؤسسين خانوادگی آن جزء هیأت مدیره هستند، رده‌های مهم مدیریت ارشد را برای خود حفظ کرده‌اند و یا جزء سهامداران عمده شرکت هستند، تعریف شده است [۹]. بسیاری از شرکت‌های دنیا توسط مالکان خانوادگی اداره می‌شود [۲۷]. به عنوان نمونه، بیش از هشتاد درصد شرکت‌های امریکای شمالی و سی و پنج درصد از شرکت‌های فورچون ۵۰۰ به صورت مالکیت خانوادگی اداره می‌شوند [۲۷]. در غرب اروپا نیز بسیاری از شرکت‌های سهامی عام به صورت خانوادگی فعالیت می‌کنند [۱۸].

تئوری نمایندگی (در شرکت‌های خانوادگی) به دنبال تشریح رابطه بین خانواده کنترل‌کننده شرکت، مدیران و سهامداران اقلیت است. در شرکت‌های خانوادگی، تعارض نمایندگی بین مالکان و مدیران، به دلیل توانایی بیشتر کنترل توسط خانواده و نظارت بهتر مدیر کاهش می‌یابد [۲۶]. در مقایسه با دیگر سهامداران، مالکان خانوادگی معمولاً حضور و فعالیت بیشتری در مدیریت شرکت، از طریق حفظ برخی پست‌های مدیریتی برای خود دارند. بنابراین، مالکان خانوادگی به اطلاعات شرکت بهتر دسترسی دارند و بهتر می‌توانند مدیریت را نظارت کنند. در نتیجه مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران کاهش می‌یابد [۹]. اما همین مسأله خود می‌تواند منجر به یک مشکل جدید نمایندگی بین سهامداران خانوادگی کنترل‌کننده و سهامداران اقلیت شود و آن عبارت است از امکان سلب مالکیت از سهامداران اقلیت (کریسمن و همکاران [۱۱]؛ شولز و همکاران [۲۴]؛ مورک و همکاران [۲۱]). در شرکت‌های خانوادگی اغلب مشکلات نمایندگی کمتر از سایر شرکت‌هاست، چرا که مدیران آن‌ها بیشتر گرایش دارند تا اعمالشان مطابق با خواسته‌ها و منافع مالکان خانوادگی کنترل‌کننده باشد. وقتی که مدیران ارشد از اعضای خانوادگی باشند، این اثرگذاری بیشتر هم می‌شود [۱۶].

موضوعی که مطالعه حاضر بر محور آن انجام شده است، بحث سیاست تقسیم سود در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی است. در نظریه‌های مرتبط با موضوع سیاست تقسیم سود در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی، دیدگاه‌های مختلفی بیان شده است. از یک طرف کنترل خانوادگی موجب کاهش میزان سود تقسیمی می‌شود و مالکیت خانوادگی (که مالکان عمده محسوب می‌شوند) اثری منفی بر پرداخت‌های نقدی سود دارد [۱۵]. این موضوع شواهدی را در رابطه با امکان کاهش مشکلات نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی فراهم می‌کند که بیانگر تمایل برای حفظ ثروت شرکت است که به طور مستقیم یا غیرمستقیم در کنترل خانواده می‌باشد. از سوی دیگر، وقتی اعضای خانوادگی با حضور در هیأت مدیره و مدیران عالی شرکت، فعال می‌باشند، احتمال افزایش میزان سود نقدی وجود دارد. این مورد بیانگر این است که اعضای خانوادگی فعال در هیأت مدیره، از ابزار تقسیم سود به عنوان سازوکاری برای کاهش مشکلات نمایندگی



و حفظ ارزش سایر اعضای خانوادگی که در رده های مدیریتی فعالیت ندارند، استفاده می کنند [۱۸]. پیندادو و همکاران [۲۲] نیز عقیده دارند شرکت های خانوادگی از تقسیم سود به عنوان یک ابزار حاکمیت شرکتی برای کاهش مشکلات نمایندگی استفاده می کنند. لاپورتا و همکاران [۱۹] نیز بیان می دارند که از تقسیم سود می توان به عنوان یک ابزار حاکمیت شرکتی مناسب برای کاهش مشکلات نمایندگی استفاده کرد. در ادامه، به برخی پژوهش های تجربی انجام شده در زمینه سیاست تقسیم سود شرکت های خانوادگی اشاره می شود.

یافته های پژوهش میتون [۲۰] حاکی از آن است که رابطه مستقیم بین حاکمیت شرکتی و سود تقسیمی به شرایط کشورهای مختلف و حمایت های قانونی در رابطه با تقسیم سود بستگی دارد. پیندادو و همکاران [۲۲] با بررسی موضوع سیاست تقسیم سود و ابزار کاهش مشکلات نمایندگی در شرکت های خانوادگی بیان می کنند که شرکت های خانوادگی می توانند از سیاست تقسیم سود به عنوان یک سازوکار حاکمیت شرکتی برای کاهش مشکلات نمایندگی استفاده کنند. گونزالس و همکاران [۱۵] به بررسی سیاست تقسیم سود در شرکت های خانوادگی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که مالکیت و کنترل خانوادگی تأثیری منفی بر سود تقسیمی دارد، اما حضور اعضای خانوادگی در هیات مدیره شرکت احتمال پرداخت سود نقدی بیشتر را افزایش می دهد. در ایران ستایش و کاظم نژاد [۲] به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیات مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های این پژوهش حاکی از این است که مالکیت شرکتی و استقلال هیئت مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور منفی، نسبت سود تقسیمی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می دهد. نمازی و محمدی [۶] کیفیت سود و بازده سهام شرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که تفاوت معناداری بین کیفیت سود و بازده سهام شرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی وجود ندارد. با این وجود، بین میزان مالکیت خانوادگی و کیفیت سود یک رابطه معنادار مشاهده شد. رضایی و همکاران [۲] با بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت ها نشان دادند مالکان نهادی و سهام شناور آزاد ارتباط معناداری با سود تقسیمی دارد. بیابانی و رضی کاظمی [۱] نیز با بررسی رابطه بین ساختار مالکیت (ترکیب و تمرکز) و سیاست تقسیم سود به این نتیجه رسیدند که بطور کلی، شرکت ها در سیاست تقسیم سود خود از روند خاص و مشخصی پیروی نمی کنند و بیشتر بر اساس الگوی گام تصادفی عمل می نمایند. با این وجود، شواهد بدست آمده حاکی از آن است که شرکت هایی که دارای مالکیت نهادی هستند در مقایسه با مالکیت های شرکتی، مدیریتی و سهامداران حقیقی سود بیشتری بین سهامداران خود تقسیم می کنند. مهرآذین و همکاران [۴] به مقایسه مدیریت سود در شرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی پرداختند. یافته های پژوهش نشان می دهد که بین ساختار مالکیت شرکتهای و مدیریت سود رابطه معناداری وجود دارد و به طور میانگین شرکت های



غیرخانوادگی بیشتر سود خود را مدیریت می کنند. هشی و علیخانی [۵] به بررسی رابطه بین مالکیت (خانوادگی و غیرخانوادگی) و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بین مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکتهای رابطه منفی و همچنین بین مالکیت غیرخانوادگی و عملکرد شرکتهای رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه های پژوهش

- براساس مبانی نظری، پیشینه پژوهش و هدف پژوهش، فرضیه های زیر تدوین گردید:
۱. تفاوت معناداری بین سود تقسیمی در شرکت های خانوادگی و غیرخانوادگی دارد.
 ۲. بین سود تقسیمی و مالکیت خانوادگی رابطه معناداری وجود دارد.
 ۳. بین سود تقسیمی و حضور اعضای خانوادگی در هیات مدیره شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش

این پژوهش، پژوهشی کاربردی و از نوع پژوهش های همبستگی و طرح پژوهش آن از نوع شبه تجربی است. جامعه آماری این مطالعه شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳ می باشد. شرکت های موجود در جامعه آماری که شرایط زیر را داشته باشند، مورد بررسی قرار میگیرند:

۱. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد؛
 ۲. طی سال های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳ تغییر سال مالی و توقف عملیات نداشته باشند؛
 ۳. شرکت انتخابی، جزء شرکتهای مالی، سرمایه گذاری و بانک ها نباشد؛
 ۴. وضعیت آن ها از نظر خانوادگی و غیرخانوادگی بودن مشخص باشد؛ و
 ۵. کلیه اطلاعات مورد نیاز آن ها در دسترس باشد.
- بر این اساس، ۳۱ شرکت خانوادگی و ۱۰۱ شرکت غیرخانوادگی، به منظور تجزیه و تحلیل آماری انتخاب شد.

متغیرهای پژوهش

الف) متغیر مستقل: متغیر مستقل این پژوهش نوع مالکیت (خانوادگی و غیرخانوادگی) است. در ادبیات پژوهش، بر اساس معیارهای مختلف همانند درصد مالکیت خانوادگی، کنترل راهبردی شرکت، مشارکت اعضای خانوادگی در فعالیت های روزمره شرکت و مواردی از این قبیل، تعریف های مختلفی از شرکت های خانوادگی ارائه شده است. در این پژوهش به پیروی از مطالعه نمازی و محمدی [۶] شرکتی خانوادگی



محسوب می شود که حداقل حائز یکی از معیارهای زیر باشد:

۱. یک یا چند نفر از اعضای یک یا دو خانواده، مالک حداقل بیست درصد از سهام شرکت باشند؛ مگر این که با وجود تملک حداقل بیست درصد سهام، نفوذ قابل ملاحظه یا کنترل بر شرکت را نداشته باشند؛
 ۲. حداقل پنجاه درصد از اعضای هیأت مدیره، از اعضای یک خانواده باشند؛ و یا
 ۳. به نحوی، نفوذ قابل ملاحظه و یا کنترل بر شرکت توسط اعضای خانواده، ثابت شود، حتی اگر مالکیت اعضای خانواده کمتر از ۲۰ درصد باشد.
- شرکت های غیرخانوادگی نیز شرکت هایی هستند که هیچ یک از شرایط مربوط به شرکت های خانوادگی را نداشته باشند.

ب) متغیر وابسته: متغیر وابسته این پژوهش، تقسیم سود است که از دو معیار نسبت سود تقسیمی به کل دارایی ها و نسبت سود تقسیمی به فروش برای اندازه گیری آن استفاده می شود.

ج) متغیرهای کنترلی: مطابق با پیشینه پژوهش در زمینه تقسیم سود، معیارهایی از قبیل اندازه شرکت، بازده دارایی ها، اهرم مالی و فرصت های رشد از متغیرهای تأثیرگذار بر تقسیم سود می باشد، بنابراین تأثیر این متغیرها نیز کنترل شده است.

Size اندازه شرکت بر اساس لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت،

ROA بازده دارایی ها (سود خالص به میانگین مجموع داراییها)،

LEV اهرم مالی (برابر نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها) و

GROWTH فرصت های رشد (برابر نسبت ارزش بازار به دفتری) است.

مدل پژوهش: برای آزمون فرضیه اول پژوهش و مقایسه تقسیم سود در شرکت های خانوادگی و غیرخانوادگی، از آزمون U من ویتنی استفاده شده است. همچنین به منظور بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و حضور اعضای خانوادگی در هیأت مدیره با سیاست تقسیم سود (فرضیه دوم و سوم)، مدل رگرسیون به شرح زیر آزمون شد:

$$DIVIDEND = \alpha + \beta_1 FF + \beta_2 SIZE + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 GROWTH + \varepsilon_{it}$$

$$DIVIDEND = \alpha + \beta_1 FBPerC + \beta_2 SIZE + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 GROWTH + \varepsilon_{it}$$

که در رابطه بالا؛ DIVIDEND معیارهای سود تقسیمی، FF متغیر مجازی که اگر شرکت خانوادگی باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص می یابد، FBPerC درصد اعضای خانوادگی حاضر در هیأت مدیره، Size اندازه شرکت، ROA بازده دارایی ها، LEV اهرم مالی و GROWTH فرصت های رشد است.



یافته های پژوهش

الف) آمار توصیفی: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای کلیه شرکت‌ها در جدول شماره ۱ و به تفکیک شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی در جدول شماره ۲ ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای کلیه شرکت‌ها

متغیر	میانگین	انحراف	حداقل	حداکثر
نسبت سود تقسیمی به کل دارایی	۰/۰۶۳۳	۰/۰۹۱۶	۰	۰/۶۶
نسبت سود تقسیمی به فروش	۰/۰۸۹۷	۰/۱۴۲۸	۰	۱/۰۹
اندازه شرکت	۱۲/۷	۱/۵۵۷	۹/۰۶	۱۷/۵۷
بازده دارایی‌ها	۰/۱۰۳	۰/۱۳۱۲	-۰/۴۹	۰/۶۶
اهرم مالی	۰/۶۶۳	۰/۲۳۵۱	۰/۱۳	۱/۹۴
فرصت‌های رشد	۲/۲۳	۷/۲۰۷	-۱/۹۹	۱۰/۶۲

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرها به تفکیک شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی

متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
درصد مالکیت خانوادگی	۳۱	۵۴/۱۸	۱۹/۱۲	۱۶	۹۲/۳
	۱۰۱	۰	۰	۰	۰
درصد اعضای خانوادگی حاضر در هیأت مدیره	۳۱	۵۱/۰۵	۰/۲۷۳	۰	۱۰۰
	۱۰۱	۰	۰	۰	۰
نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها	۳۱	۰/۰۶۶	۰/۰۶۵۱	۰	۰/۴۴
	۱۰۱	۰/۰۶۸۵	۰/۰۹۷۶	۰	۰/۶۶
نسبت سود تقسیمی به فروش	۳۱	۰/۰۶۲۵	۰/۰۹۹۹	۰	۰/۶۶
	۱۰۱	۰/۰۹۷۸	۰/۱۵۲	۰	۱/۰۹
اندازه شرکت	۳۱	۱۱/۷۴	۱/۳۰۲	۹/۰۶	۱۴/۹۶
	۱۰۱	۱۲/۹۹	۱/۵۱۲	۹/۲۹	۱۷/۵۸
بازده دارایی‌ها	۳۱	۰/۰۸۷	۰/۱۲۴	-۰/۴۹	۰/۵۸
	۱۰۱	۰/۱۰۸	۰/۱۳۳	-۰/۳۴	۰/۶۶
اهرم مالی	۳۱	۰/۶۳۹	۰/۲۶۷	۰/۱۷	۱/۸۲
	۱۰۱	۰/۶۷۰	۰/۲۱۱	۰/۱۳	۲/۹۴
فرصت‌های رشد	۳۱	۱/۸۳	۱/۶۷۵	-۱/۹۹	۱۰/۰۲
	۱۰۱	۲/۳۶	۲/۲۷۷	-۱/۶۳	۱۰/۶۲



همانگونه که در جدول ۱ مشاهده می‌شود میانگین نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها و فروش به ترتیب برابر ۰/۰۶۳۳ و ۰/۰۸۹۷ می‌باشد. حداقل این متغیرها برابر صفر است و بیانگر عدم پرداخت سود تقسیمی در برخی سال‌ها می‌باشد. حداکثر مقدار آن‌ها نیز به ترتیب برابر ۰/۱۶۶ و ۱/۰۹ است. طبق جدول ۲، میانگین مالکیت سهام توسط اعضای خانواده در شرکت‌های خانوادگی حدود ۵۴/۱۸ درصد و متوسط درصد حضور اعضای خانوادگی در هیأت مدیره حدود ۵۱ درصد است. میانگین نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها در شرکت‌های خانوادگی ۰/۰۴۶ و در شرکت‌های غیرخانوادگی حدود ۰/۰۶۸ است. میانگین نسبت سود تقسیمی به فروش نیز در شرکت‌های خانوادگی ۰/۰۶۲۵ و در شرکت‌های غیرخانوادگی حدود ۰/۹۷۸ است. هر دو نسبت در شرکت‌های غیرخانوادگی بیش از شرکت‌های خانوادگی است.

ب) آمار استنباطی

فرضیه اول: تفاوت معناداری بین سود تقسیمی شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی وجود دارد.

برای آزمون مقایسه میانگین، ابتدا آزمون نرمال بودن داده‌ها انجام شد. در صورتی که معیارهای تقسیم سود نرمال باشد از روش پارامتریک t-test و در صورت نرمال نبودن از آزمون ناپارامتریک U من-ویتنی استفاده می‌شود. برای بررسی نرمال بوده داده‌ها از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف استفاده شد. در این آزمون اگر سطح معناداری بیش از سطح خطای مورد نظر (۵ درصد) باشد داده‌ها نرمال و در غیر این صورت غیرنرمال می‌باشند. نتایج آزمون نرمال بودن برای دو متغیر مورد بررسی شامل نسبت سود تقسیمی به کل دارایی و نسبت سود تقسیمی به فروش در جدول شماره ۳ آمده است. بر اساس سطح معناداری آزمون برای هر دو متغیر که برابر ۰/۰۰۰ است، داده‌ها نرمال نیستند. در نتیجه برای مقایسه میانگین از آزمون U من-ویتنی استفاده شد که نتایج آن در جدول شماره ۴ آمده است.

جدول ۳: آزمون نرمال بودن داده‌ها

متغیر	آماره Z	سطح معناداری
نسبت سود تقسیمی به کل دارایی	۷/۹۴	۰/۰۰۰
نسبت سود تقسیمی به فروش	۸/۵۹	۰/۰۰۰



جدول ۴: آزمون مقایسه میانگین سود تقسیمی در شرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی

سود تقسیمی به فروش	سود تقسیمی به کل دارایی	
۴۷۸/۰۱	۴۸۴/۸۶	میانگین رتبه در شرکت های خانوادگی
۵۴۰/۴۳	۵۳۸/۳۷	میانگین رتبه در شرکت های غیر خانوادگی
-۲/۸۵۲	-۲/۴۴۵	آماره Z
۰/۰۰۴	۰/۰۱۴	سطح معناداری

میانگین رتبه هر دو متغیر نسبت سود تقسیمی به کل دارایی ها و نسبت سود تقسیمی به فروش در شرکت های خانوادگی کمتر از شرکت های غیر خانوادگی است. بر اساس آزمون مقایسه میانگین U من-ویتی، سطح معناداری آزمون برای هر دو متغیر کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و در نتیجه تفاوت موجود بین دو جامعه معنادار است. بر این اساس می-توان چنین نتیجه گرفت که شرکت های خانوادگی به طور معناداری کمتر از شرکت های غیر خانوادگی، سود نقدی بین سهامداران تقسیم می کنند. در جدول شماره ۵ آزمون مقایسه میانگین سود تقسیمی شرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی به تفکیک صنایع مختلف ارائه شده است. شرکت های مختلف در هشت گروه صنایع همگن تقسیم بندی شدند.

جدول ۵: مقایسه میانگین سود تقسیمی شرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی در صنایع مختلف

سود تقسیمی به فروش	سود تقسیمی به کل دارایی	شرح	گروه صنعت
-۲/۸۴۷	-۳/۲۹۱	آماره Z	صنایع خودرو، ماشین
۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	سطح معناداری	آلات و تجهیزات
-۰/۲۲۳	-۰/۸۶۳	آماره Z	صنایع فلزی
۰/۸۲۳	۰/۳۸۸	سطح معناداری	صنایع سیمان و کاشی
-۳/۰۲۶	-۲/۹۱۷	آماره Z	صنایع غذایی
۰/۰۰۲	۰/۰۰۴	سطح معناداری	صنایع غذایی
-۳/۷۱۰	-۳/۳۴۸	آماره Z	صنایع غذایی
۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	سطح معناداری	صنایع غذایی



صنایع غذایی	آماره Z	-۳/۳۴۸	-۳/۷۱۰
	سطح معناداری	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰
صنایع شیمیایی	آماره Z	-۴/۱۴۲	-۳/۸۳۰
	سطح معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
مواد دارویی	آماره Z	-۳/۱۱۴	-۲/۸۸۶
	سطح معناداری	۰/۰۰۲	۰/۰۰۴
صنایع کانی و معدنی	آماره Z	-۱/۷۲۹	-۲/۰۷۹
	سطح معناداری	۰/۰۸۴	۰/۰۳۸
سایر (منسوجات، چوبی و کاغذی)	آماره Z	-۰/۲۰۴	-۰/۲۴۱
	سطح معناداری	۰/۸۳۹	۰/۸۱۰

از آن جا که در سطح صنایع مختلف نیز معیارهای تقسیم سود دارای توزیع نرمال نبودند، برای مقایسه میانگین از آزمون U من-ویتنی استفاده شد. در گروه صنایع خودرو، ماشین آلات و تجهیزات، صنایع سیمان و کاشی، صنایع غذایی، صنایع شیمیایی، مواد دارویی و صنایع کانی و معدنی، بین سود تقسیمی در شرکتهای خانوادگی و غیرخانوادگی تفاوت معناداری وجود دارد. در صنایع ماشین آلات و تجهیزات، صنایع سیمان و کاشی و صنایع کانی و معدنی، شرکتهای خانوادگی سود تقسیمی کمتر و در صنایع غذایی، شیمیایی و دارویی، شرکتهای خانوادگی سود تقسیمی بیشتری نسبت به شرکتهای خانوادگی داشته‌اند. در گروه صنایع فلزی و سایر صنایع نیز تفاوت معناداری مشاهده نشد.

فرضیه دوم: بین سود تقسیمی و مالکیت خانوادگی رابطه معناداری وجود دارد.

قبل از تخمین مدل رگرسیون اصلی با استفاده از داده‌های ترکیبی، ابتدا پایایی داده‌ها با استفاده از آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (۲۰۰۲) بررسی شد. چنانچه معناداری آماره آزمون کمتر از سطح خطای مورد نظر (۰/۰۵) باشد، متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش پایا هستند. نتایج این آزمون بیانگر پایا بودن متغیرهای پژوهش بود. همچنین با استفاده از آزمون‌های F لیمر (چاو) و هاسمن، یکی از مدل‌های اثرات تصادفی، ثابت و یا مشترک انتخاب شده و بر این اساس مدل نهایی رگرسیون تخمین زده شد. بر اساس مدل رگرسیون با متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها، معناداری آماره آزمون F لیمر برابر ۰/۲۲ و معناداری آماره آزمون هاسمن برابر ۰/۱۸ بود. بر اساس مدل رگرسیون با متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به فروش نیز معناداری آماره آزمون F لیمر برابر ۰/۲۰ و معناداری آماره آزمون هاسمن برابر ۰/۹۹ بود. بنابراین در هر دو مدل، روش اثرات مشترک انتخاب شد که نتایج آن در جدول شماره ۶ ارائه شده است. همانطور که مشاهده می‌شود، در مدل اول با توجه به آماره F و معناداری آن، مدل رگرسیون معنادار می‌باشد. معناداری ضریب متغیر مستقل (مالکیت خانوادگی) برابر ۰/۰۹۸ است که بیش از سطح خطای ۵



درصد است. اما با توجه به مقدار آن، در سطح ۹۰ درصد معنادار است. ضریب متغیر مالکیت خانوادگی نیز برابر $0/0099$ - و منفی است که بیانگر داشتن رابطه معکوس با متغیر نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها می باشد. همچنین در این مدل ضریب تعیین برابر $0/55$ است، یعنی 55% از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل قابل توضیح است. ضریب دوربین و اتسون مدل نیز برابر $1/66$ و بیانگر عدم وجود مشکل خودهمبستگی باقیماندهها در مدل است. در مدل دوم نیز با توجه به آماره F و معناداری آن، مدل رگرسیون معنادار می باشد. معناداری ضریب متغیر مستقل (مالکیت خانوادگی) برابر $0/000$ و معنادار است. ضریب متغیر مالکیت خانوادگی نیز برابر $0/020$ - و منفی است که به معنای داشتن رابطه معکوس با متغیر نسبت سود تقسیمی به فروش می باشد. همچنین در این مدل ضریب تعیین برابر $0/31$ است، یعنی 31% از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل قابل توضیح است. ضریب دوربین و اتسون مدل نیز برابر $1/68$ و بیانگر عدم وجود مشکل خودهمبستگی باقیماندهها در مدل است. با توجه به این نتایج می توان گفت مالکیت خانوادگی ارتباطی منفی با سود تقسیمی دارد و مالکان خانوادگی سود کمتری را به صورت نقدی تقسیم می کنند. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش نیز پذیرفته می شود.

جدول ۶: برآورد مدل رگرسیون فرضیه دوم

مدل اول: متغیر وابسته			مدل دوم: متغیر وابسته			
نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها			نسبت سود تقسیمی به فروش			
متغیر	ضرایب	آماره t	معناداری	ضرایب	آماره t	معناداری
مالکیت	$-0/0099$	$-1/67$	$0/098$	$-0/0206$	$-13/21$	$0/000$
اندازه شرکت	$-0/0081$	$-2/74$	$0/008$	$0/0023$	$1/39$	$0/16$
بازده دارایی‌ها	$0/365$	$4/22$	$0/000$	$0/166$	$5/28$	$0/000$
اهرم مالی	$0/142$	$2/90$	$0/0051$	$0/021$	$4/77$	$0/000$
فرصت‌های رشد	$0/003$	$4/40$	$0/000$	$-0/0007$	$-0/46$	$0/64$
عدد ثابت مدل	$0/005$	$0/322$	$0/748$	$-0/016$	$-0/76$	$0/44$
آماره F		$14/21$			$5/15$	
معناداری آماره F		$0/000$			$0/0005$	
ضریب تعیین		$0/55$			$0/31$	
دوربین - واتسون		$1/66$			$1/68$	



فرضیه سوم: بین سود تقسیمی و حضور اعضای خانوادگی در هیات مدیره رابطه معناداری وجود دارد. در آزمون این فرضیه نیز با استفاده از آزمون های F لیمر (چاو) و هاسمن، یکی از مدل های اثرات تصادفی، ثابت و یا مشترک انتخاب شده و بر این اساس مدل نهایی رگرسیون تخمین زده شد. بر اساس مدل رگرسیون با متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به کل دارایی ها، معناداری آماره آزمون F لیمر برابر ۰/۲۳ و معناداری آماره آزمون هاسمن برابر ۰/۲۴ شد. بر اساس مدل رگرسیون با متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به فروش نیز معناداری آماره آزمون F لیمر برابر ۰/۲۰ و معناداری آماره آزمون هاسمن برابر ۰/۸۵ شد. بنابراین در هر دو مدل، روش اثرات مشترک انتخاب شد که نتایج آن در جدول شماره ۷ ارائه شده است.

جدول ۷: برآورد مدل رگرسیون فرضیه سوم

مدل دوم: متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به فروش			مدل اول: متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به کل دارایی ها			
معناداری	آماره F	ضرایب	معناداری	آماره F	ضرایب	متغیر
۰/۰۰۰۱	۴/۰۶	-۰/۰۲۸	۰/۰۳۲	۲/۱۹	-۰/۰۱۳	اعضای خانوادگی در هیات مدیره
۰/۰۱۱	۲/۶۲	۰/۰۰۴	۰/۰۰۸	۲/۷۱	-۰/۰۰۸	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۵	۳/۶۸	۰/۱۶۹	۰/۰۰۰۱	۴/۲۳	۰/۳۶۳	بازده دارایی ها
۰/۰۱۲۰	۲/۵۹	۰/۰۳۲	۰/۰۰۶	۲/۸۳	۰/۱۴	اهرم مالی
۰/۰۵۳	۱/۹۷	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۴/۶۰	۰/۰۰۴	فرصت های رشد
۰/۰۶	-۱/۹۱	-۰/۰۵۵	۰/۰۷۱	۱/۳۶	۰/۰۰۶	عدد ثابت مدل
۴/۸۳			۱۴/۳۸			آماره F
۰/۰۰۰۹			۰/۰۰۰			معناداری آماره F
۰/۲۹			۰/۵۵			ضریب تعیین
۱/۶۷			۱/۷۰			دوربین - واتسون

در مدل اول با توجه به آماره F و معناداری آن، مدل رگرسیون معنادار می باشد. معناداری ضریب متغیر مستقل درصد اعضای خانوادگی حاضر در هیات مدیره برابر ۰/۰۳۲ و معنادار است. ضریب متغیر درصد اعضای خانوادگی حاضر در هیات مدیره نیز برابر ۰/۰۱۳- و منفی است که به معنای داشتن رابطه معکوس با متغیر نسبت سود تقسیمی به کل دارایی ها می باشد. همچنین در این مدل ضریب تعیین برابر ۰/۵۵ است، یعنی ۵۵٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل قابل توضیح است. ضریب دوربین



واتسون مدل نیز برابر $1/70$ و بیانگر عدم وجود مشکل خودهمبستگی در مدل است. در مدل دوم نیز با توجه به آماره F و معناداری آن، مدل رگرسیون معنادار می‌باشد. معناداری ضریب متغیر مستقل درصد اعضای خانوادگی حاضر در هیأت مدیره برابر $0/001$ و معنادار است. ضریب متغیر درصد اعضای خانوادگی حاضر در هیأت مدیره نیز برابر $0/028$ - و منفی است که به معنای داشتن رابطه معکوس با متغیر نسبت سود تقسیمی به فروش می‌باشد. همچنین در این مدل ضریب تعیین برابر $0/29$ است، یعنی 29% از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل قابل توضیح است. ضریب دوربین واتسون مدل نیز برابر $67/1$ و بیانگر عدم وجود مشکل خودهمبستگی در مدل است. با توجه به این نتایج می‌توان گفت حضور اعضای خانوادگی حاضر در هیأت مدیره ارتباطی منفی با سود تقسیمی دارد و با افزایش تعداد اعضای خانوادگی حاضر در هیأت مدیره سود کمتری به صورت نقدی تقسیم می‌کنند. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش نیز پذیرفته می‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

این مطالعه شواهدی تجربی از تقسیم سود در شرکت‌های خانوادگی و تفاوت آن با شرکت‌های غیرخانوادگی فراهم می‌آورد. نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد که به طور کلی تفاوت معناداری بین تقسیم سود در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی وجود دارد و بنابراین سیاست تقسیم سود در این دو گروه شرکت‌ها متفاوت از هم است؛ به گونه‌ای که به طور متوسط شرکت‌های خانوادگی سود نقدی کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کنند. افزون بر این، با استفاده از رگرسیون خطی رابطه بین نوع مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی و حضور اعضای خانوادگی در هیأت مدیره با میزان سود تقسیمی، با کنترل متغیرهای اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها، اهرم مالی و فرصت‌های رشد مورد بررسی قرار گرفت که نتایج حاکی از وجود رابطه معکوس معنادار بین این متغیرهاست. نتایج این پژوهش مطابق با پژوهش گونزالس و همکاران (۱۵)، و مخالف با پژوهش‌های روزف (۲۳)، استربروک (۱۳)، و جتسن (۱۷) می‌باشد. در مجموع باید گفت کنترل خانوادگی موجب کاهش میزان سود تقسیمی می‌شود و مالکیت خانوادگی (که مالکان عمده محسوب می‌شوند) اثری منفی بر پرداخت‌های نقدی سود دارد. این موضوع شواهدی را در رابطه با امکان کاهش مشکلات نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی فراهم می‌کند که بیانگر تمایل برای حفظ ثروت شرکت است که به طور مستقیم یا غیرمستقیم در کنترل خانواده می‌باشد.

پیشنهاد‌های پژوهشی

با توجه به نتایج به دست آمده از این پژوهش که نشان داد به طور متوسط شرکت‌های خانوادگی سود نقدی کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کنند، بنابراین به سهامدارانی که هدفشان از سرمایه‌گذاری دریافت سود



نقدی سهام می‌باشد توصیه می‌شود در شرکت‌های خانوادگی سرمایه‌گذاری نکنند. همچنین با توجه به این که با افزایش میزان مالکیت و کنترل خانوادگی از میزان سود تقسیمی نیز کاسته می‌شود، به مراجع قانونی بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود قوانین و دستورالعمل‌هایی برای حفظ حقوق سهامداران اقلیت برقرار کنند. موضوعات زیر نیز برای پژوهش‌های آینده پیشنهاد می‌شود:

۱. بررسی وضعیت تئوری نمایندگی و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی،
۲. وضعیت سهامداران اقلیت و احتمال سلب مالکیت توسط سهامداران کنترل‌کننده خانوادگی و
۳. مدیریت سود در شرکت‌های خانوادگی.

۱. بیابانی، شاعر، رضی کاظمی، ستاره. (۱۳۹۲). "ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **دانش مالی تحلیل اوراق بهادار**، شماره ۲۰، ۱۵-۲۸.

۲. رضایی، فرزین، عیدان ترک زاده، خدیجه، نصیری، ناصر. (۱۳۹۰). "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، شماره ۱۶، ۷۹-۹۹.

۳. ستایش، محمدحسین، کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر ساختار مالکیت ترکیب هیات مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **دانش حسابداری**، شماره ۱، ۲۹-۵۱.

۴. مهرآدین، علیرضا؛ قبدیان، بشیر؛ فروتن، امید و تقی پور، محمد (۱۳۹۲). "مالکیت خانوادگی، غیرخانوادگی شرکت‌ها و مدیریت سود". **دانش حسابداری**، شماره ۵۲، ۱۵۳-۱۷۱.

۵. هشی، عباس و علیخانی، حمید (۱۳۹۴). "بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و مالکیت غیرخانوادگی بر عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات حسابداری و حسابداری**. انجمن حسابداری ایران. شماره ۲۵، ۲۸-۴۱.

۶. نمازی، محمد، محمدی، محمد. (۱۳۸۹). "بررسی کیفیت سود و بازده شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **پیشرفت‌های حسابداری (مجله علوم**



اجتماعی و انسانی سابق)، شماره ۵۹/۳، ۱۵۹-۱۹۴.

7. Barclay, M. and Holderness, C. (1989). "Private Benefits from Control of Public Corporations", **Journal of Financial Economics**, Vol. 25, pp. 371-396.
8. Barclay, M. J., Holderness, C. G., and Sheehan, D. P. (2009). "Dividends and corporate shareholders", **Review of Financial Studies**, Vol. 22, pp. 2423-2455.
9. Chen, Sh., Chen, X., and Cheng, Q. (2008). "Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure?", **Journal of Accounting Research**, Vol. 46, No. 3, pp. 499-536.
10. Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., and Shevlin, T. (2010). "Are family firms more tax aggressive than non-family firms?", **Journal of Financial Economics**, Vol. 95, pp. 41-61.
11. Chrisman, J. J., Chua, J. H., and Litz, R. A. (2004). "Comparing the agency cost of family and non-family firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence", **Entrepreneurship Theory and Practice**, Vol. 28, pp. 335-354.
12. Demsetz, H. (1983). "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", **Journal of Law and Economics**, Vol. 25, pp. 375-390.
13. Easterbrook, F. (1984). "Two Agency-cost Explanation of Dividends", **American Economic Review**, Vol. 74, No. 4, pp. 680-689.
14. Farinha, J. (2003). "Dividend policy, corporate governance, and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol. 30, pp. 1173-1209.
15. González, M., Guzmán, A., Pombo, C., and María-Andrea, T. (2014). "Family Involvement and Dividend Policy in Closely Held Firms", Available at: ssrn.com
16. Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
17. Jensen, M. (1986). "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", **American Economic Review** Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
18. La Porta, R., López de Silanes, F. and Shleifer, A. (1999). "Corporate Ownership Around the World", **Journal of Finance**, Vol. 54, pp. 471-517.
19. La Porta, R., Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny (2000). "Agency Problems and Dividend Policies around the World." **Journal of Finance** 55(1):1-33.
20. Mitton, T. (2004). "Corporate governance and dividend policy in



emerging markets”, **Emerging Markets Review**, Vol. 5, No. 4, pp. 409–426.

21. Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. (1988). “Management Ownership and Market Valuation”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, pp. 193–315.

22. Pindado, J., Requejo, I., and Chabela de la Torre (2012). “Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Euro zone”, **Corporate Governance: An International Review**.

23. Rozeff, M. (1982). “Growth, Beta and agency cost as determinants of dividend payout ratios”, **The Journal of Financial Research**, Vol. 5, No. 3, pp. 249–259.

24. Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dini, R. N., and Buchholtz, A. K. (2001). “Agency Relationship in Family Firms: Theory and Evidence”, **Organization Science**, Vol. 2, pp. 99–116.

25. Short, H., Zhang, H., and Keasey, K. (2002). “The link between dividend policy and institutional ownership”, **Journal of Corporate Finance**, Vol. 8, pp. 105–122.

26. Villalonga, B. and Amit, R. (2006). “How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?”, **Journal of Financial Economics**, No. 80, pp. 385–417.

27. Wang, D. (2006). “Founding Family Ownership and Earning Quality”, **Journal of Accounting Research**, Vol. 44, No. 3, pp. 619–656.

نشانی فصلنامه

مطالعات حسابداری و حسابرسی:

تهران، بالای نیایش، جنت آباد شمالی،

گلستان شرقی، جنب خشکشویی، ساختمان ۸۴

کدپستی: ۱۴۷۷۹۱۷۳۴۳

تلفنکس: ۴۴۸۴۴۷۰۵ و ۸۸۰۵۱۳۴۱