

تأثیر مالکیت، کنترل و مدیر عامل خانوادگی بر

سیاست‌های تقسیم سود

وحید بخردی نسب^۱، حسام رحمانی^۲، فاطمه ژولانژاد^۳

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۴/۱۲

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۸/۰۳

چکیده

شرکت‌های خانوادگی، با ویژگی‌های مختلف در سراسر کشورها در کسب و کار جهانی نقش دارند. از طرفی با افزایش برتری کسب و کارهای خانوادگی در اقتصاد جهانی، پژوهش و مطالعه در رابطه با شرکت‌های خانوادگی در دهه‌ی اخیر مورد توجه زیاد پژوهشگران قرار گرفته است و جنبه‌های مختلف شرکت‌های خانوادگی و سیاست‌های سازمانی شرکت‌های خانوادگی مورد مطالعه قرار گرفته است. مطالعه حاضر از میان جنبه‌های مختلف شرکت‌های خانوادگی مالکیت خانوادگی، کنترل خانوادگی و مدیر عامل خانوادگی را انتخاب و به ارزیابی تأثیر آن‌ها بر سیاست تقسیم سود پرداخته است. از این رو ۵۴ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که نفوذ قابل ملاحظه‌ای بر شرکت داشته و کنترل آنها توسط اعضای یک خانواده بوده طی بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۵ با استفاده از روش حذف نظام‌مند انتخاب گردید. شواهد پژوهش حاکی از آن است که هر چه مالکیت اعضای یک یا دو خانواده در شرکت افزایش یابد میزان سود تقسیمی روند نزولی دارد. همچنین هر چه کنترل اعضای یک یا دو خانواده بر شرکت افزایش یابد و این اشخاص حداقل ۵۰٪ سهام آن شرکت را تحت تملک خود داشته باشند، میزان سود تقسیمی کاهش یافته و به سمت صفر میل می‌کند، اما نمی‌توان گفت اگر مدیر عامل از اعضای یک خانواده مالک یکی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد، میزان سود پرداختی کاهش می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: مالکیت خانوادگی، کنترل خانوادگی، مدیر عامل خانوادگی، سیاست تقسیم سود

طبقه‌بندی موضوعی: G32، G35

DOI: 10.22051/ijar.2018.16267.1320

^۱ دانشجوی دکتری حسابداری، واحد نجف آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف آباد، ایران، نویسنده مسئول،

(vahid.bekhradinasab@gmail.com)

^۲ کارشناس ارشد حسابداری، واحد علوم تحقیقات دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، (hesamrahmani1989@gmail.com)

^۳ کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان، ایران (jolanejad1022@gmail.com)

مقدمه

اهمیت شرکت‌های خانوادگی در دنیای اقتصاد به حدی است که چیزی حدود ۳۵ درصد (۱۷۵ شرکت) از ۵۰۰ شرکت بزرگ آمریکایی از نوع شرکت‌های خانوادگی می‌باشند (امیدوار، ۱۳۸۹). به همین منظور در بسیاری کشورها، شاخص‌های متعددی برای تعریف اینگونه شرکت‌ها ارایه شده و پژوهشگران در سال‌های اخیر به دلیل اهمیت این شرکت‌ها پژوهش‌های مختلفی را در مورد این شرکت‌ها انجام داده‌اند. در ایران، متأسفانه به دلیل شفافیت کم، اطلاعات افشا شده در مورد ماهیت و مالکیت شرکت‌ها و به تبع آن عدم تشخیص و تفکیک شرکت‌های خانوادگی (شرکت‌هایی که یک یا چند خانواده به خصوص در اجرای سیاست‌های کلی و راهبردی شرکت، نقش کلیدی ایفا می‌کنند)، تاکنون تحقیقات زیادی در مورد اینگونه شرکت‌ها صورت نگرفته است. از طرفی به دلیل اهمیت تقسیم سود و اهرم مالی به عنوان اساسی‌ترین ابزارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، رفتار و سیاست سود تقسیمی در شرکت‌های خانوادگی از اهمیت بالایی برخوردار است.

در خصوص رفتار تقسیم سود، نظریه‌های مختلفی از سوی پژوهشگران دانش مالی ارایه شده است. از آن جمله می‌توان به نظریه‌های نمایندگی، علامت دهی و فرضیه جریان نقدی آزاد، اشاره نمود. شرکت‌های سهامی امروزی از کوشش‌های دسته جمعی گروه‌هایی نظیر مدیران، کارکنان، سهامداران و اعتبار دهندگان تشکیل شده‌اند. این گروه‌ها از طریق انعقاد قراردادهای رسمی و غیررسمی گوناگون در یک شرکت سهامی گرد هم می‌آیند. برای سالیان متمادی در گذشته اقتصاددانان فرض می‌کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند، اما در دو دهه گذشته، موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است. این موارد به طور کلی با عنوان تئوری نمایندگی مورد اشاره قرار می‌گیرد (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷). فرانکفورت و وود (۲۰۰۴) مدیران شرکت‌ها را به عنوان کارگزاران و سهامداران را به عنوان کارگمار تعریف می‌کند. مدیران عاقل و محتاط که در جهت بهترین منافع سهامداران عمل می‌کنند، باید روی تمام فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری نمایند؛ اما مالیانی و همکاران (۲۰۱۶) معتقدند تجمیع و ترکیب مدیریت و مالکیت در شرکت‌های

خانوادگی، مدیران خانوادگی را به این وسوسه می اندازد که از وجوه مازاد سوء استفاده کرده، یا به طریق دیگر آن‌ها را تلف کنند.

استفاده ناکارآمد از وجوه مازاد علی رغم فرصت‌های سرمایه گذاری سودآور توسط جنسن (۱۹۸۶) مورد بررسی قرار گرفت و برای کاهش جریان‌های نقدی موجود برای مدیران و بنابراین کاهش هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی، جنسن (۱۹۸۶) پیشنهاد می کند که بهتر است نقدینگی اضافه به صورت سود سهام به سهامداران بازگردد تا احتمال سرمایه گذاری در پروژه‌های غیرسودآور کاهش یابد (کوکی و گویزانی، ۲۰۰۹). از سوی دیگر مالیانی و همکاران (۲۰۱۶) بیان می دارند که بهتر است نقدینگی موجود در سازمان به صورت سود تقسیمی بین سهامداران تقسیم گردد، زیرا پرداخت سود، وجوه موجود برای مصارف متفرقه و فرصت‌های سرمایه گذاری را کاهش می دهد و مدیران شرکت‌های خانوادگی را وادار می کند که در بازارهای سرمایه در جستجوی تأمین مالی باشند و سطح وجوه موجود برای مصرف متفرقه توسط مدیران شرکت‌های خانوادگی را کاهش می دهد (فرانکفورت و وود، ۲۰۰۲). با توجه به این مهم که، مدیران این شرکت‌ها نسبت به افراد خارج شرکت اطلاعات بیشتری در مورد جریان‌های نقدی آینده دارند و انگیزه‌های آنان برای انتشار اطلاعات به سرمایه گذاران و توزیع سود نامشخص بوده، نظارت بر رفتار مدیریت از طریق سهامداران در شرکت‌های خانوادگی الزامی می شود (رضایی و همکاران، ۱۳۹۰).

در حقیقت مطابق با پیشنهاد جنسن (۱۹۸۶) و مالیانی و همکاران (۲۰۱۶) بهتر است نقدینگی اضافه به صورت سود سهام به سهامداران بازگردد (کوکی و گویزانی، ۲۰۰۹) و شرکت‌ها وجوه نقد در حال جریان را کمتر تجربه کرده (جان و کماین، ۲۰۱۳)، تا امکان اینکه وجوه در پروژه‌های غیر سودآور به هدر بروند، کاهش یابد (کوکی و گویزانی، ۲۰۰۹). مالیانی و همکاران (۲۰۱۶) معتقدند که در چنین شرایطی مدیران هنگامی که از تقسیم سود صرف نظر می کنند، بدهی‌های شرکت را بهانه می کنند. مدیران شرکت‌های خانوادگی از این حربه استفاده نموده که شرکت بدهی داشته و از پرداخت سود به سهامداران امتناع ورزند. از سوی دیگر سرمایه گذاران سعی دارند در شرکت‌هایی سرمایه گذاری کنند که سود خوبی عاید آن‌ها شود. بنابراین شرکت‌های خانوادگی باید مقدار مناسبی از سود پرداختی و نسبت اهرم مالی ایده آلی داشته باشند.

از دیگر طرف نظارت کارآمد، به دلیل حجم ثروت سرمایه گذاری شده، منجر شده تا نهادها احتمالاً سرمایه گذاری خود را به صورت فعال مدیریت نمایند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). با توجه به اهمیت اهرم مالی و پرداخت یا عدم پرداخت سود یا به عبارتی سیاست تقسیم سود بر فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازار سرمایه و نقشی که مالکیت خانوادگی بر تقسیم سود و اهرم مالی می تواند داشته باشد، محققین به بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر اهرم مالی و سیاست تقسیم سود پرداخته اند. البته این نکته حائز اهمیت است که در سال های اخیر، پژوهش های انجام شده، تصمیم گیری های ساختار سرمایه یا اهرم مالی و تقسیم سود را با فرض وجود نقص و کاستی (مالیات ها، هزینه های مبادلات، عدم تقارن اطلاعاتی^۱ و هزینه های نمایندگی^۲) در بازارهای سرمایه بررسی کرده اند (آل نجار، ۲۰۱۳)؛ اما با توجه به نتایج به دست آمده از پژوهش آل نجار (۲۰۱۳) مبنی بر تأثیر گذاری این تصمیم ها بر ارزش شرکت و اهمیتی که مالیانی و همکاران (۲۰۱۶) برای تأثیر مالکیت خانوادگی بر اهرم مالی و سیاست تقسیم سود ذکر می کنند، این پژوهش در نظر دارد از کلی نگری بپرهیزد و با دیدی جزئی نگر در خصوص شرکت های خانوادگی و تأثیر مالکیت خانوادگی را بر اهرم مالی و سیاست تقسیم سود بررسی کند. بنابراین سوال این پژوهش اینگونه بیان می شود که آیا ساختار سازمانی در شرکت هایی با مالکیت خانوادگی، توانایی کاهش سود تقسیمی، به نفع مالکان خانوادگی، اعضای خانواده در شرکت های خانوادگی و همچنین مدیرانی که جزء اعضای خانواده هستند، را دارد یا خیر؟ در ادامه پژوهش به بررسی ادبیات نظری و پیشینه پژوهش، روش اجرای پژوهش، یافته ها و بحث و نتیجه گیری پرداخته شده است.

مروری بر ادبیات نظری

مروری بر ادبیات رفتار و عملکرد شرکت های خانوادگی نشان می دهد که پژوهش های پیشین نظیر مولیانی و همکاران (۲۰۱۶)، خان و همکاران (۲۰۱۵)، خواجوی و اسحاقی (۱۳۹۳)، واعظ و همکاران، (۱۳۹۳) و نمازی و اکبری (۱۳۹۰) در تلاش برای ارزیابی و بررسی سیاست تقسیم سود در شرکت هایی با مالکیت خانوادگی و همچنین عملکرد بهتر یا ضعیف تر شرکت های خانوادگی با توجه به جوانب مختلف بوده اند. با توجه به بالا بودن طول عمر این شرکت ها و موفقیت های برجسته اکتسابی برخی از شرکت های خانوادگی، باعث این تصور رایج شده اند که کنترل شرکت های خانواده در راستای رویکرد بلند مدت مدیریت است (برتراند

و اسچوار، ۲۰۰۶). برای نمونه، لاپورتا و همکاران (۱۹۹۹) دریافتند که ۶۵٪ از ۲۰ شرکت بزرگ در آرژانتین، حداقل ۲۰٪ مالکیت خانوادگی دارند. در حالی که در هنگ کنگ این نسبت ۷۰٪ است و در ژاپن تنها به ۵٪ می‌رسد. حتی اگر این نتایج قطعی هم نباشند، این مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌های خانوادگی ممکن است تحت شرایط خاصی نظیر مدیریت شرکت از اعضای خانواده یا تسلط و کنترل اعضای خانواده بر شرکت و یا به عبارتی افزایش میزان مالکیت خانوادگی در شرکت، سودآورتر و دارای ارزش بازار بیشتری باشند، اما علی‌رغم سودآور بودنشان، با افزایش میزان مالکیت خانوادگی در شرکت‌ها میزان سود پرداختی کاهش می‌یابد. مالکیت خانوادگی یکی از سازوکارهای داخلی راهبری شرکتی است. راهبری شرکتی یکی از مولفه‌های اساسی و مهم رشد است (فضل زاده و همکاران، ۱۳۸۸). ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت، دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها به شمار می‌رود (ستایش و کاظم نژاد، ۱۳۸۹). در یک نگاه کلی راهبری شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند. عناصری که در این صحنه حضور دارند، عبارتند از سهامداران و ساختار مالکیت، اعضای هیئت مدیره و ترکیبات آنها، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفعانی که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷). در خصوص رفتار تقسیم سود نظریه‌های مختلفی از سوی پژوهشگران دانش مالی ارائه شده است. از آن جمله می‌توان به تئوری نمایندگی، علامت دهی و فرضیه جریان نقدی آزاد، اشاره نمود.

تئوری نمایندگی دو دیدگاه مختلف را در خصوص مالکیت خانوادگی نشان می‌دهد؛ دیدگاه اول معتقد است که، در مقایسه با انواع مالکیت‌های دیگر، مالکیت خانوادگی رابطه‌ی بهتری بین مدیریت و صاحبان سهام فراهم می‌کند. در واقع صاحبان سهام نظارت بهتری بر مدیریت دارند (اندرسون و ریب، ۲۰۰۳). همچنین دمسترز و لن (۱۹۸۵) نشان دادند که ترکیب کنترل خانوادگی و مالکیت می‌تواند در کاهش مالکیت اتخاذ شده توسط مدیریت مفید باشد. از سوی دیگر، دیدگاه دوم نشان می‌دهد که مالکیت خانوادگی کنترل و دسترسی بیشتری داشته و قدرت، سهامداران را به سوء استفاده از ارزش شرکت منجر می‌سازد (شلايفر و ویشنی، ۱۹۹۷).

سود سهام می‌تواند به عنوان یک سازوکار از راهبری شرکتی برای کنترل مشکلات نمایندگی استفاده شود، زیرا منجر به کاهش وجه نقد در دسترس شده و در غیر این صورت می‌تواند، تقسیم نشود (لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۰؛ فاسیو و همکاران، ۲۰۰۱؛ فارینها، ۲۰۰۳). جنسن (۱۹۸۶) دریافت که شرکت می‌تواند با توزیع و تقسیم وجه نقد و پول بین سهامداران منجر به کاهش درگیری بین سهامداران داخلی و خارجی گردند.

گونزالس و همکاران (۲۰۱۴) در کلمبیا دریافتند که مالکیت خانوادگی در مدیریت بر سیاست تقسیم سود تأثیر ندارد. کارنی و گدجاریلیو (۲۰۰۲) دریافتند که رابطه‌ی مالکیت خانوادگی و پرداخت سود سهام در هنگ‌کنگ مثبت است. ستیاآتماجا و همکاران (۲۰۰۹) گزارش کردند که سود سهام و بدهی یکی از سازوکارهای موثر در کاهش سلب مالکیت خانوادگی از سهامداران اقلیت دارای ثروت می‌باشد. دیگر پژوهشگرانی نظیر یوشیکاوا و رشید (۲۰۱۰) دریافتند که کنترل خانوادگی مربوط به پرداخت سود سهام در شرکت‌های ژاپنی مثبت است. همچنین ایساکوف و ویسکوف (۲۰۱۵) نشان دادند که اساساً شرکت‌های خانوادگی عملکرد قابل توجهی در پرداخت سود سهام نسبت به شرکت‌های با دیگر ساختارهای مالکیت دارند. لاپورتا و همکاران (۲۰۰۰) نشان دادند که اطمینان یافتن از توزیع و تقسیم متناسب سود سهام بین سهامداران و تغییر ارزش شرکت از کنترل سهامداران خارج است. سازوکارهای مالی سهامداران در شرکت‌های خانوادگی (به عنوان مثال جبران بیش از حد) باعث تسهیل فرآیند سلب مالکیت از سهامداران اقلیت دارای ثروت می‌شود.

اندرسون و ریب (۲۰۰۳) در واقع، در موضوع سلب مالکیت نشان دادند که خانواده‌ها پرداخت سود سهام کم برای حفظ جریان‌های نقدی را ترجیح می‌دهند. نتایج تجربی ویرا (۲۰۱۳) نشان می‌دهد که شرکت‌های خانوادگی در پرداخت سود سهام کمتر از شرکت‌های غیر خانوادگی، به پشتیبانی نیاز دارند. عتیق و همکاران (۲۰۱۵) نشان دادند که در سراسر اقتصاد شرق آسیا، شرکت‌های خانوادگی پرداخت سود سهام پایین‌تری نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی دارند و اخیراً مولیانی و همکاران (۲۰۱۶) نشان داد که با افزایش میزان مالکیت خانوادگی، پرداخت سود در شرکت‌ها کاهش می‌یابد. پس با توجه به مبانی نظری انتظار می‌رود که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با افزایش مالکیت خانوادگی میزان سود پرداختی کاهش می‌یابد. همچنین پیش بینی می‌شود که با افزایش کنترل اعضای خانواده بر شرکت، میزان

سود پرداختی سالیانه کاهش می‌یابد و در شرکت‌هایی که مدیر جزء اعضای خانواده است، تمایل به پرداخت سود سالیانه کاهش می‌یابد.

پیشینه پژوهش

تاکنون پژوهشی در زمینه بررسی سیاست تقسیم سود در شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی انجام نشده است. این اولین پژوهشی است که به بررسی و ارزیابی سیاست تقسیم سود در شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی می‌پردازد. لذا پژوهش‌های مرتبط با متغیرهای پژوهش و برخی از تحقیقات عمده‌ای که به نحوی به موضوع تحقیق ارتباط پیدا می‌کنند، بیان می‌گردند تا بدین وسیله پشتوانه‌ای برای متغیرهای بکارگرفته شده، فراهم گردد.

مولیانی و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تقسیم سود، اهرم مالی و مالکیت خانوادگی پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین افزایش مالکیت خانوادگی و سیاست تقسیم سود رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. همچنین یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که افزایش کنترل اعضای خانواده بر شرکت، میزان سود پرداختی سالیانه را کاهش می‌دهد.

عمر اسقدا (۲۰۱۶) در پژوهش خود به بررسی علامت دهی شرکت‌های خانوادگی به بازار در خصوص راهبری شرکتی و تعادل در سیاست تقسیم سود پرداخته است. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های با حاکمیت ضعیف رابطه منفی وجود دارد. همچنین، یافته‌های پژوهش عمر اسقدا نشان داد که در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود مثبت است.

مونیر و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط بین مالکیت خانوادگی، معاملات با اشخاص وابسته و کیفیت سود در بورس مالزی پرداختند، پژوهشگران به این نتیجه رسیدند شرکت‌هایی که درصدی پایینی از سهام آن‌ها در مالکیت خانواده است سود باکیفیت بالاتری گزارش می‌کنند. همچنین نتایج آن‌ها بیانگر آن است، زمانی که درصد بالایی از سهام شرکت‌ها در مالکیت خانواده است، فعالیت در حالت مصادره اموال بوده و همچنین میزان معاملات با اشخاص وابسته آن‌ها بالاست.

هانگ و نگوین (۲۰۱۴) در پژوهش خود به بررسی رابطه متقابل بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود را برای ۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کشور استرالیا در بازه زمانی ۲۰۰۷-۲۰۱۲ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که مالکیت مدیریتی رابطه منفی و معناداری با اهرم مالی دارد. این یافته‌ها مطابق با نظریه نمایندگی است. همچنین، نتایج نشان داد که شواهد قوی برای حمایت از نظریه سلسله مراتب وجود دارد که حاکی از آن است که رابطه ای منفی و معنادار بین اهرم مالی و سود سهام برقرار است. با این وجود برخلاف انتظار، مالکیت مدیریتی تأثیر مثبتی بر سود سهام دارد. به این معنا که شرکت‌های با سطوح مالکیت مدیریتی بالا به طور آگاهانه‌های سطح بالایی از سود سهام را انتخاب می‌کنند.

فلوراکیس و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود، مالکیت مدیریتی و ایجاد بدهی را برای ۷/۳۷۶ شرکت در بازه زمانی ۲۰۰۱-۲۰۰۷ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود در سطوح به نسبت پایین مالکیت، رابطه منفی وجود دارد. با این وجود، زمانی که سطح مالکیت مدیریتی در سطوح بالا باشد، این رابطه تبدیل به رابطه ای مثبت می‌شود. همچنین، ماهیت رابطه بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود ممکن است پیچیده تر از پژوهش‌های انجام شده در این زمینه باشد و این رابطه به طور قابل توجهی در سطوح مختلف بدهی، متفاوت است. این نتایج سازگار با نظریه نمایندگی است، اما نمی‌تواند به طور کامل چگونگی توزیع سود سهام شرکت را توضیح دهد.

جاین و کماین (۲۰۱۳) در پژوهش خود به بررسی ساختار سرمایه، هزینه بدهی، پرداخت سود سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار نیویورک و شانگ‌های پرداخته‌اند. این پژوهش به جمع آوری داده‌های پانل از شرکت‌های ذکر شده در بورس اوراق بهادار نیویوریک و شانگ‌های در طول سال‌های ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۸ می‌پردازد. از این داده‌ها برای انجام تخمین‌های رگرسیون پانل برای شرکت‌های ذکر شده در بازار بورس استفاده می‌شود. هدف اصلی مقایسه تصمیمات اتخاذ شده در مورد پرداخت سود سهام موسسه‌های تجاری ذکر شده در دو بازار بورس (مورد مقایسه) است. نتایج تخمین‌ها نشان می‌دهد عواملی که پرداخت سود سهام از موسسات تجاری در بورس اوراق بهادار نیویورک را تبیین می‌کند، قادر نیستند بطور کامل سود سهام موسسات تجاری در

بورس اوراق بهادار شانگهای را نیز تبیین کنند و بین ساختار سرمایه و هزینه بدهی با پرداخت سود سهام رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.

ریزکیا و سامیاتی (۲۰۱۳) در پژوهش خود به بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی، اهرم مالی، سودآوری، اندازه شرکت و فرصت‌های رشد را بر سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار دادند و سپس تأثیر این متغیرها را بر ارزش شرکت تجزیه و تحلیل کردند. کلیه شرکت‌های تولیدی در بورس اوراق بهادار اندونزی در بازه زمانی ۲۰۰۶-۲۰۱۱ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش آنان نشان داد که مالکیت مدیریتی و فرصت‌های رشد، سیاست تقسیم سود را تحت تأثیر قرار می‌دهد در حالی که اهرم مالی، سودآوری و اندازه شرکت تأثیری بر سیاست تقسیم سود ندارد. این نتایج نشان می‌دهد که متغیرهایی همچون مالکیت مدیریتی، اهرم مالی، سودآوری، اندازه شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

جئو (۲۰۱۳) در پژوهش خود با عنوان سهامداران کنترلی نهایی شرکت‌های خانوادگی و پرداخت سود سهام به بررسی اینکه آیا سطح حقوق کنترل و انواع کنترل از سهامداران کنترل نهایی از شرکت‌های پذیرفته شده در چین تحت تأثیر سیاست‌های تقسیم سود نقدی قرار می‌گیرد پرداخته است. سطح حقوق کنترل مثبت با هر دو تمایل به پرداخت و سطح پرداخت سود سهام نقدی، که نشان می‌دهد که کنترل نهایی سهامداران به احتمال زیاد به استفاده از سود سهام نقدی به تغییر مسیر منابع مالی از شرکت به عنوان کانال‌های دیگر تونل زنی، توسط سازمان‌های چینی تنظیم مقررات امنیتی مسدود شده است.

دین و جاوید (۲۰۱۱) در پژوهش خود به بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر سیاست‌های مالی و عملکرد ۱۰۰ شرکت خانوادگی را در بورس اوراق بهادار پاکستان در بازه زمانی ۲۰۰۰-۲۰۰۷ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که تمرکز مالکیت مدیریت، سیاست‌های مالی همچون اهرم مالی و سود تقسیمی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین، اهرم مالی، مالکیت مدیریتی را به طور منفی تحت تأثیر قرار می‌دهد و از این فرضیه حمایت می‌کند که سطوح پایین اهرم مالی منجر به سودآوری بالا در شرکت‌های با مالکیت مدیریتی پایین می‌شود. افزون بر این، نتایج پژوهش رابطه منفی بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم

سود را نشان داد. این نتایج از نظریه نمایندگی حمایت می کند و حاکی از آن است که در شرکت هایی که مالکیت مدیریتی بالایی دارند نامتقارنی اطلاعات آنان پایین است.

ژولانژاد و همکاران (۱۳۹۶) به ارزیابی ارتباط گزارشگری مالی با کیفیت بر محدودیت های اعمال شده در سیاست های تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه گذاری پرداخته اند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که وجوه نقد بر گزارشگری مالی تأثیرگذار است و کیفیت گزارشگری مالی نیز بر سیاست های تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیرگذار است.

تقی زاده خانقاه و بادآورنهنندی (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادلات هم زمان پرداخته اند. پژوهش حاضر، کاربردی با رویکرد پس رویدادی و طرح آن از نوع شبه تجربی است. برای دستیابی به هدف های پژوهش، تعداد ۲۰ شرکت دارویی به روش شبه تجربی در بازه زمانی ۱۳۸۳-۱۳۹۱ انتخاب شد. در این پژوهش از روش معادلات هم زمان حداقل مربعات سه مرحله ای، داده های ترکیبی و نرم افزار Eviews نسخه ۷ برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده شده است. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که بین اهرم مالی و مالکیت مدیریتی شرکت ها و هم چنین، بین سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی شرکت ها و نیز، بین سیاست تقسیم سود و اهرم مالی شرکت ها رابطه متقابل منفی وجود دارد. ستایش و صالحی نیا (۱۳۹۴) تأثیر ساختار مالکیت و سرمایه بر جریان های نقدی را در بورس اوراق بهادار تهران در بین ۷۵ شرکت در سالهای بین ۸۵ تا ۹۳ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که مالکیت شرکتی به صورت مستقیم و نسبت بدهی به صورت معکوس با جریان نقد آزاد شرکت ها رابطه معناداری دارند، اما شواهدی دال بر وجود رابطه بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت ها مشاهده نشد.

مهرانی و نوروزی (۱۳۹۳) به بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ارزش شرکت و مدیریت سود پرداخته اند. هدف از این پژوهش بررسی نقش حاکمیت شرکتی در کاهش اثر منفی مدیریت سود بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۱-۱۳۸۶، می باشد. یافته های این پژوهش نشان می دهد که سهامداران مدیریت سود را فرصت طلبانه تلقی کرده و مدیریت سود دارای اثری منفی بر ارزش شرکت می باشد ولی در

شرکتهای دارای حاکمیت شرکتی قوی چنین اثری کاهش می یابد. به عبارت دیگر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود و ارزش شرکت تاثیر مثبت دارد و شرکتهای دارای رتبه حاکمیت شرکتی بالاتر با اثر منفی کمتری مواجه هستند .

سلطانی و مومنی (۱۳۹۱) در پژوهش خود با عنوان مروری بر عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود سهام و احتمال پرداخت سود سهام به بررسی عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود سهام پرداخته‌اند. آن‌ها در این پژوهش به دنبال تعیین معیارها و شاخص‌هایی از متغیرهای مالی بودند که بر این سیاست اثرگذار است و توانایی شرکت را در پرداخت سود تقسیمی می‌سنجد. نتایج این پژوهش نشان داد که متغیرهای مالی می‌توانند بر سیاست تقسیم سود و پرداخت سود تقسیمی تأثیر بگذارند، ریشه‌یابی اثر متغیرهای مالی بر خط مشی تقسیم سود مشخص، از سوی شرکت‌ها می‌تواند راهگشای تصمیم‌گیری‌های مهم اقتصادی برای گروه‌های ذینفع، به‌ویژه سرمایه‌گذاران باشد .

حقیقت و بشیری (۱۳۹۰) در پژوهش خود با عنوان بررسی رابطه‌ی بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه، به بررسی رابطه‌ی بین انعطاف‌پذیری مالی و ساختار سرمایه پرداخته‌اند. آن‌ها در این بررسی به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از رگرسیون چند متغیره استفاده کرده‌اند و به این نتایج دست یافته‌اند که شرکت‌های مرحله تولد به انتشار سرمایه و بدهی کم خطر می‌پردازد و نسبت‌های اهرمی متعادلی را نگهداری می‌کند. به عبارتی شرکت‌ها در مرحله‌ی رشد از تامین مالی بدهی استفاده و نسبت‌های اهرمی بالایی را نگهداری می‌کنند و شرکت‌ها در مرحله‌ی بلوغ به تامین مالی درون‌سازمانی متکی هستند و نسبت‌های اهرمی کمی را نگهداری می‌نمایند.

ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بین ۷۷ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان داد که مالکیت شرکتی و استقلال هیئت مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور منفی، نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با وجود این، شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت مدیریتی و میزان تمرکز مالکیت با سیاست تقسیم سود مشاهده نشد.

با بررسی پیشینه پژوهش، نوآوری مطالعه حاضر را می‌توان اینگونه بیان نمود که در مطالعات گوناگون مبحث مالکیت خانوادگی مورد بررسی قرار گرفته، اما سیاست تقسیم سود در این نوع

شرکت‌ها برای استفاده کنندگان از اطلاعات مالی دارای ابهام است. بنابراین این پژوهش درصدد آن است تا با بررسی این موضوع و همچنین تأثیر کنترل این اشخاص بر تقسیم سود، اطلاعات مفیدی را به استفاده کنندگان ارائه نماید. علاوه بر این بررسی‌های صورت گرفته حاکی از آن است که موضوع وجود مدیریت عامل خانوادگی تاکنون در داخل کشور مورد بررسی قرار نگرفته است. بنابراین این پژوهش با بررسی مباحث ذکر شده در تلاش برای ارائه اطلاعات تجربی می‌باشد.

فرضیه‌ها و مدل‌های پژوهش

موضوع سیاست تقسیم سود همواره به عنوان یکی از بحث برانگیزترین مباحث مالی مطرح بوده به طوری که علاقه اقتصاددانان قرن حاضر و بیش از پنج دهه اخیر را به خود معطوف کرده است. بطور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم نشان دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است (قالیباف اصل، ۱۳۸۶). انتظار بر این که شرکت‌های خانوادگی، بخاطر اینکه رشدشان ادامه پیدا کند، وجوه نقد در حال جریان را کمتر تجربه کند (مولیانی و همکاران، ۲۰۱۶؛ جان و کماین، ۲۰۱۳). در حقیقت مطابق با پیشنهاد جنسن (۱۹۸۶) بهتر است نقدینگی اضافه به صورت سود سهام به سهامداران بازگردد (کوکی و گویزانی، ۲۰۰۹) و شرکت‌ها وجوه نقد در حال جریان را کمتر تجربه کنند (مولیانی و همکاران، ۲۰۱۶؛ جان و کماین، ۲۰۱۳) تا امکان اینکه این وجوه روی پروژه‌های غیر سودآور به هدر بروند، کاهش یابد (کوکی و گویزانی، ۲۰۰۹). اگر مدیر در شرکت‌های خانوادگی بخواهد که تأثیر رفتار مدیرانی که جزء اعضای خانواده هستند را بر اجرای کارآمد و درست سیاست تقسیم سود تشخیص دهد، باید تصمیم‌های تجاری اتخاذ کند و این تصمیم‌ها نه تنها مربوط به توافق قراردادهای حداکثر سازی ثروت از طریق تولید سود نمی‌باشد، بلکه این تصمیم‌ها باید با استفاده از افزایش کنترل اعضای خانواده بر شرکت‌های خانوادگی و سازوکارهای راهبری شرکتی و نظارت بر روابط سهامداران، هیأت مدیره، مدیران و سایر ذینفعان تحقق یابد (مولیانی و همکاران، ۲۰۱۶؛ جان و کماین، ۲۰۱۳). بنابراین با توجه به اینکه از گروه شرکت‌هایی که کمتر شناخته شده‌اند و مورد بررسی کمتر قرار گرفته‌اند، شرکت‌های خانوادگی است، و بررسی سیاست تقسیم سود در این شرکت‌ها، می‌تواند جالب و حساس باشد، انتظار می‌رود که با افزایش مالکیت خانوادگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میزان سود پرداختی کاهش می‌یابد.

همچنین پیش بینی می شود که در شرکت هایی که مدیر جزء اعضای خانواده است، تمایل به پرداخت سود سالیانه کاهش یابد. از دیگر طرف هنگامی که عالی رتبه ترین، مسئول اجرایی شرکت عضو یک خانواده باشد (خان و همکاران، ۲۰۱۵) یا شرکت هایی که مدیر جزء اعضای خانواده باشد (مولیانی و همکاران، ۲۰۱۶)، انتظار می رود که تمایل به پرداخت سود سالیانه کاهش یابد. بر این اساس فرضیه های پژوهشی به شرح زیر تبیین شده است.

- (۱) با افزایش مالکیت خانوادگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میزان سود پرداختی کاهش می یابد.
- (۲) با افزایش کنترل اعضای خانواده بر شرکت، میزان سود پرداختی سالیانه کاهش می یابد.
- (۳) در شرکت هایی که مدیر جزء اعضای خانواده است، تمایل به پرداخت سود سالیانه کاهش می یابد.

لذا برای بررسی این فرضیه ها سه مدل جهت تخمین داده های موجود تدوین گردید که در ادامه به ارائه آن ها پرداخته می شود.

جهت بررسی اول پژوهش از رابطه (۱) که در این پژوهش تحت عنوان مدل اول به کار برده می شود، استفاده شده است.

رابطه (۱)

$$Payout_{it} = \alpha_0 + \beta_1Leverage_{it} + \beta_2FamilyOwnership_{it} + \beta_3InstitutionalOwnership_{it} + \beta_4FirmSize_{it} + \beta_5LagProfitability_{it} + \beta_6Profitability_{it} + \beta_7Cashratio_{it} + \varepsilon_{it}$$

که برای تایید فرضیه اول پژوهش انتظار بر این است که β_2 به صورت منفی و معنی دار باشد.

جهت بررسی دوم پژوهش از رابطه (۲) که در این پژوهش تحت عنوان مدل دوم به کار برده می شود، استفاده شده است.

رابطه (۲)

$$Payout_{it} = \alpha_0 + \beta_1Leverage_{it} + \beta_2FamilyControl_{it} + \beta_3InstitutionalOwnership_{it} + \beta_4FirmSize_{it} + \beta_5LagProfitability_{it} + \beta_6Profitability_{it} + \beta_7Cashratio_{it} + \varepsilon_{it}$$

که برای تایید فرضیه دوم پژوهش انتظار بر این است که β_2 به صورت منفی و معنی دار باشد.

جهت بررسی فرضیه سوم پژوهش نیز از رابطه (۳) که در این پژوهش تحت عنوان مدل سوم به کار برده می‌شود، استفاده شده است.

رابطه (۳)

$$\begin{aligned} Payout_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 Leverage_{it} + \beta_2 FamilyCeo_{it} + \beta_3 InstitutionalOwnership_{it} \\ & + \beta_4 FirmSize_{it} + \beta_5 LagProfitability_{it} + \beta_6 Profitability_{it} \\ & + \beta_7 Cashratio_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

که برای تایید فرضیه سوم پژوهش انتظار بر این است که β_2 به صورت منفی و معنی دار باشد.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

سود تقسیمی (Payout): در این پژوهش سود تقسیمی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده که برای اندازه‌گیری آن، مطابق با پژوهش مولیانی و همکاران (۲۰۱۶) سود تقسیمی شرکت مبنای محاسبات بوده و جهت همگن سازی بر جمع دارایی‌ها تقسیم شده است.

متغیرهای مستقل

در این پژوهش مالکیت خانوادگی، کنترل خانوادگی و مدیرعامل خانوادگی به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شدند.

مالکیت خانوادگی (FamilyOwnership): نمازی و اکبری (۱۳۹۰)، واعظ و همکاران، (۱۳۹۳)، خان و همکاران (۲۰۱۵) و سرینیدی و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهش‌های خود شرکت‌هایی را خانوادگی در نظر گرفتند 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.

با توجه به اینکه اکثر تعاریف در ادبیات مربوط به شرکت‌های خانوادگی، درصد سهام متعلق به خانوادگی اول را مبنای انتخاب شرکت به عنوان خانوادگی در نظر گرفته‌اند، در این پژوهش با استفاده از شروط ذکر شده در بالا درصد مالکیت خانوادگی اندازه‌گیری شده و به شرکت‌هایی که طی سال مالی مالکیت آن‌ها خانوادگی بوده عدد یک تعلق گرفته و به شرکت‌هایی که در دیگر سال‌ها مالکیت آن‌ها خانوادگی نبوده عدد صفر تعلق می‌گیرد. به عنوان مثال شرکت سرمایه‌گذار اردکان تا سال ۱۳۹۱ به صورت غیر خانوادگی بوده ولی از سال ۱۳۹۲ به بعد آقای جلیل نظارات ۶۲ درصد سهام را خریداری و به مالکیت خانوادگی تبدیل شده است.

کنترل خانوادگی (FamilyControl): در این پژوهش کنترل به معنی توانایی راهبری سیاست‌های مالی و عملیاتی یک واحد یا فعالیت تجاری به منظور کسب منافع اقتصادی از آن در نظر گرفته شده است، با توجه به ساختار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ساختار مالکیت شرکت‌های خانوادگی، اگر اعضای یک یا دو خانواده حداقل ۵۰ درصد سهام شرکت را در تملک خود داشته باشند به عنوان کنترل کننده شرکت در نظر گرفته شده و عدد یک تعلق می‌گیرد و در غیر اینصورت عدد صفر تعلق می‌گیرد.

مدیر عامل خانوادگی (FamilyCeo): مدیر عامل خانوادگی یک متغیر مجازی بوده و در صورتی که مدیر عامل یکی از اعضای خانواده، مالکین شرکت باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای بیشماری بر رابطه ابعاد مالکیت خانوادگی در شرکت‌ها و سیاست تقسیم سود موثرند، ولی مولیانی و همکاران (۲۰۱۶) معتقدند که بیش از سایر متغیرها سطح نگهداشت وجه نقد، سهامدار نهادی، اندازه شرکت و اهرم مالی بر ارتباط بین ویژگی‌های مالکیت خانوادگی بر سیاست تقسیم سود اثر گذارند. به عنوان نمونه انتظار بر این است که با افزایش سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت، افزایش میزان مالکان و سهامدار نهادی، افزایش اندازه شرکت و اهرم مالی، سود تقسیمی در شرکت‌های خانوادگی افزایش یابد. پس مطالعه حاضر اثر این متغیرها را در نظر گرفته که نحوه سنجش این متغیرها به شرح ذیل می‌باشد.

نگهداشت وجه نقد (Cashratio): برای اندازه گیری این متغیر از نسبت دارایی‌های نقدی به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود که دارایی‌های نقدی برابر با وجه نقد نگهداری شده در پایان دوره بوده که در ترازنامه افشاء می‌شود.

سهامدار نهادی (InstitutionalOwnership): درصد مالکیت سهامداران نهادی در هر شرکت در پایان سال مالی که از یادداشت سرمایه گزارش‌های مالی سالیانه شرکت‌ها استخراج می‌شود. برای محاسبه میزان مالکیت نهادی، مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت‌های تامین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی، بر کل سهام منتشره شرکت تقسیم می‌شود و درصد و میزان مالکیت نهادی به دست می‌آید.

اندازه شرکت (FirmSize): اندازه شرکت با استفاده از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها در پایان دوره مالی یا سال مالی به دست می‌آید.

سودآوری (Profitability): سودآوری از طریق نسبت بازده دارایی‌ها (نسبت سود خالص به میانگین کل دارایی‌ها) بدست می‌آید. این نسبت بیانگر کارایی مدیریت در کسب سود با استفاده از دارایی‌های موجود است

اهرم مالی (Leverage): اهرم از طریق نسبت بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها اندازه گیری می‌شود. اصطلاحی که عموماً در حسابداری و امور مالی از آن برای بیان «توانایی یک شرکت در استفاده از دارایی‌ها یا جوه با هزینه‌ی ثابت به نحوی که باعث ارائه‌ی بازده بسیار بیشتری به مالکان شرکت گردد»، استفاده می‌شود.

جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی این پژوهش، سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. همچنین شرکت‌هایی که حائز شرایط زیر بودند، با استفاده از حذف سیستماتیک به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

(۱) قبل از سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد .

(۲) سهام آنها در بورس معامله شده باشد .

۳) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها پایان اسفند باشد.

۴) طی قلمرو زمانی پژوهش، هیچ گونه توقف فعالیت نداشته و در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی و تغییر فعالیت نداشته باشد.

۵) شرکت‌های مورد نظر جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک‌ها، هلدینگ‌ها، لیزینگ‌ها و بیمه‌ها نباشند.

۶) داده‌های آن در طی دوره مورد رسیدگی در دسترس بوده و مشخص باشد.

در نهایت ۵۴ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که نفوذ قابل ملاحظه‌ای بر شرکت داشته و کنترل آنها توسط اعضای یک خانواده بوده طی بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۵ با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب گردید.

یافته‌های پژوهش

در ادامه جهت تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش، ابتدا آمار توصیفی بیان شده و در ادامه به آمار استنباطی پرداخته شده است.

آمار توصیفی

در نگاره شماره (۱) آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل را برای کلیه مشاهدات این پژوهش نشان می‌دهد. با توجه به نوع متغیرهای پژوهش، نتایج آمار توصیفی در دو نگاره مجزا ارائه می‌گردد.

همانطور که در نگاره (۱) مشاهده می‌شود میانگین سود تقسیمی برابر با ۰/۰۵ و میانگین آن برابر با ۰/۰۱۴ می‌باشد که نشان می‌دهد به طور متوسط بیش از ۵ درصد دارایی‌ها به صورت سود تقسیم شده است، همچنین بیشترین مقدار متغیر اهرم مالی برابر با ۶/۲۰۴ بوده و کمترین مقدار این متغیر برابر با ۰/۱۴۸ است که بالاترین عدد مربوط به شرکت ناب در سال ۱۳۹۳ بوده (این شرکت در سال ۱۳۹۴ نیز دارای نسبت اهرم مالی ۶/۱۳ بوده است) و کمترین نسبت اهرمی برای شرکت نوش مازندران در سال ۱۳۹۳ می‌باشد.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای کمی (غیرمجازی)

متغیرها	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
سود تقسیمی	۰/۰۵۰	۰/۰۱۴	۰/۸۱۱	۰	۰/۰۸۳
اهرم مالی	۰/۷۲۷	۰/۶۶۶	۶/۲۰۴	۰/۱۴۸	۰/۴۹۳
مالکیت نهادی	۰/۱۵۷	۰/۰۳۲	۰/۹۴۵	۰	۰/۲۲۱
اندازه شرکت	۱۲/۷۵	۱۲/۵۴	۱۷/۵۹	۱۰/۳۴	۱/۲۲
سودآوری	۰/۰۵۱	۰/۰۵۲	۲/۱۰۱	-۱/۸۲۲	۰/۱۸۱
سودآوری با وقفه	۰/۰۶۸	۰/۰۵۷	۳/۲۰۸	-۱/۰۰۵	۰/۲۱۶
نگهداشت وجه نقد	۰/۰۳۷	۰/۰۲۱	۰/۳۴۲	۰/۰۰۱	۰/۰۴۵

علاوه بر این مقدار پارامتر انحراف معیار متغیر مالکیت خانوادگی برابر با ۰/۳۱۳ می‌باشد. همچنین فروانی متغیرهای مجازی به شرح نگاره (۲) می‌باشد.

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای مجازی

متغیرها	فراوانی	درصد فراوانی	انحراف معیار
کنترل خانوادگی	۲۳۸	۰/۳۶۸	۰/۴۸۳
مدیریت خانوادگی	۹۸	۰/۱۵۲	۰/۳۵۹
مالکیت خانوادگی	۳۹۳	۰/۶۰۷	۰/۴۸۹

نتایج مندرج در نگاره (۲) بیانگر آن است که ۲۳۸ شرکت -سال دارای کنترل خانوادگی بوده و ۹۸ شرکت -سال دارای مدیریت خانوادگی و ۳۹۳ شرکت -سال دارای مالکیت خانوادگی می‌باشد.

فروض کلاسیک

برای تجزیه و تحلیل داده‌های هر یک از مدل‌های بیان شده نیاز است قبل از پردازش آن‌ها و آزمون فرضیه‌ها، فروض کلاسیک مدل آزمون شود. یکی از فروض کلاسیک آماری همسانی واریانس باقی مانده‌ها است که از فرضیه‌های اساسی هر رابطه محسوب می‌شود. همچنین لازم است آزمون‌های آماری لازم برای تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد تا مشخص گردد که داده‌ها به صورت تابلویی است یا تلفیقی و در صورتی که نوع داده‌ها تابلویی تشخیص داده شد، باید نوع

اثرات آن مشخص گردد. برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس در این پژوهش، از آزمون وایت استفاده شده که نتایج آن در نگاره (۳) ارائه شده است.

نگاره (۳): نتایج مفروضات رگرسیون

مدل	آزمون ناهمسانی واریانس		آزمون F لیمر		آزمون هاسمن	
	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری
اول	۱/۹۴	۰/۰۰۱۱	۵/۲۸	۰/۰۰۰۰	۳۷/۵۱	۰/۰۰۰۰
دوم	۱/۷۲	۰/۰۰۷۲	۵/۳۴	۰/۰۰۰۰	۳۸/۵۹	۰/۰۰۰۰
سوم	۱/۵۷	۰/۰۲۲۲	۵/۳۲	۰/۰۰۰۰	۴۰/۱۸	۰/۰۰۰۰

نتایج مندرج در نگاره (۳) نشان می‌دهد که آماره احتمال محاسبه شده در آزمون وایت برای مدل‌های پژوهش از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است که نشان از ناهمسانی واریانس بوده و روش تخمین این مدل به صورت رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته می‌باشد. در ارتباط با نوع تخمین داده‌ها، نتایج آزمون F لیمر برای سه مدل کمتر از سطح ۰/۰۵ می‌باشد که بر مبنای این نتایج فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها رد شده و داده‌ها به صورت تابلویی تخمین زده می‌شود. همچنین همان‌طور که در نگاره (۳) مشاهده می‌شود نتیجه آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که مقدار احتمال مربوط به این آماره مدل‌ها از ۵ درصد کمتر است، بنابراین این مدل‌ها بر روی متغیر مورد نظر بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده می‌شود.

نتایج تخمین مدل اول پژوهش

بر اساس نتایج آزمون F لیمر، مدل اول پژوهش بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده شد. مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهندگی مدل است، برای این مدل، احتمال آماره آن کمتر از ۰/۰۱ است که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. براساس همین نتایج ملاحظه مقدار آماره دورین واتسون نیز برابر با ۱/۸۵ بوده و حاکی از آن است که بین اجزاء اخلاص خودهمبستگی وجود ندارد، همچنین ضریب تعیین برابر با ۰/۳۷ است که نشان می‌دهد ۳۷ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود.

نگاره (۴): نتایج مربوط به تخمین مدل اول پژوهش

نام متغیر	ضریب برآورد شده	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
اهرم مالی	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۲۱	-۰/۲۱۹	۰/۸۲۶۵
مالکیت خانوادگی	-۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۲۰	-۱/۶۷۸	۰/۰۹۳۷
مالکیت نهادی	-۰/۰۰۶۳	۰/۰۰۴۴	۱/۴۲۶	۰/۱۵۴۲
اندازه شرکت	-۰/۰۰۶۰	۰/۰۰۱۹	-۳/۰۸۰	۰/۰۰۲۲
سودآوری با وقفه	۰/۰۱۸۹	۰/۰۰۵۱	۳/۶۵۶	۰/۰۰۰۳
سودآوری	۰/۰۱۴۵	۰/۰۰۶۳	۲/۲۸۱	۰/۰۲۲۹
نگهداشت وجه نقد	۰/۰۰۴۲	۰/۰۰۲۰	۰/۲۱۱	۰/۸۳۲۹
عرض از مبدأ	۰/۱۲۲۷	۰/۰۲۵۸	۴/۷۴۲	۰/۰۰۰۰
آماره F	۱۲/۳۷	-	-	۰/۰۰۰۰
آزمون دوربین واتسون	-	-	۱/۸۵	-
ضریب تعیین	۰/۳۷	-	-	-

فرضیه اول پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا با افزایش مالکیت خانوادگی میزان سود پرداختی کاهش می‌یابد یا خیر. برای بررسی فرضیه اول پژوهش هدف نبود تأثیر مستقیم و معنی دار مالکیت خانوادگی بر سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان فرضیه صفر انتخاب و عکس فرضیه صفر به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان گونه که در نگاره (۴) مشاهده می‌شود، مقدار سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر مالکیت خانوادگی برابر ۰/۰۹۳۷ می‌باشد، همچنین ضریب برآورد شده برای این متغیر برابر با ۰/۰۰۳- بوده و نشان می‌دهد که رابطه دو متغیر به صورت معکوس می‌باشد به گونه ای که افزایش در مالکیت خانوادگی سبب کاهش سود تقسیم شده شرکت گردیده و دارای تغییرات معکوس می‌باشند، در نتیجه فرضیه صفر رد شده و با اطمینان ۹۰ درصد می‌توان ادعان نمود که با افزایش مالکیت خانوادگی میزان سود پرداختی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاهش می‌یابد. با توجه به مطابقت نتایج این پژوهش با پژوهش مولیانی و همکاران (۲۰۱۶)، برتراند و اسچوار، (۲۰۰۶)، اندرسون و ریب (۲۰۰۳) و عتیق و همکاران (۲۰۱۵) بررسی‌ها نشان از مطابقت نتایج این دو پژوهش با هم می‌باشد. اما با نتایج کارنی و گدجاریلیو (۲۰۰۲) مطابقت ندارد.

نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

بر اساس نتایج آزمون F لیمر، مدل دوم پژوهش بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده شد. مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهنده‌گی مدل است، برای این مدل، احتمال آماره آن کمتر از ۰/۰۱ است که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. براساس همین نتایج ملاحظه مقدار آماره دورین واتسون نیز برابر با ۱/۸۵ بوده و حاکی از آن است که بین اجزاء اخلاص خودهمبستگی وجود ندارد، همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۳۹ است که نشان می‌دهد ۳۹ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود.

نگاره (۵): نتایج مربوط به تخمین مدل دوم پژوهش

نام متغیر	ضریب برآورد شده	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
اهرم مالی	-۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۲۱	-۰/۶۹۷	۰/۴۸۶۱
کنترل خانوادگی	-۰/۰۰۴۰	۰/۰۰۱۸	-۲/۱۱۳	۰/۰۳۵۰
مالکیت نهادی	۰/۰۰۹۲	۰/۰۰۳۳	۲/۷۳۹	۰/۰۰۶۳
اندازه شرکت	-۰/۰۰۶۴	۰/۰۰۲۴	-۲/۶۶۵	۰/۰۰۷۹
سودآوری با وقفه	۰/۰۱۷۶	۰/۰۰۴۴	۳/۹۸۹	۰/۰۰۰۱
سودآوری	۰/۰۱۴۴	۰/۰۰۶۲	۲/۳۰۰	۰/۰۲۱۸
نگهداشت وجه نقد	-۰/۰۰۴۹	۰/۰۱۳۴	-۰/۳۶۳	۰/۷۱۶۳
عرض از مبدأ	۰/۱۲۸۸	۰/۰۳۱۷	۴/۰۵۶	۰/۰۰۰۱
آماره F	۱۳/۰۳	-	-	۰/۰۰۰۰
آزمون دورین واتسون	-	-	۱/۸۵	-
ضریب تعیین	۰/۳۹	-	-	-

فرضیه دوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا با افزایش کنترل اعضای خانواده بر شرکت، میزان سود پرداختی سالیانه کاهش می‌یابد یا خیر. برای بررسی فرضیه دوم پژوهش هدف نبود تأثیر مستقیم و معنی دار کنترل خانوادگی بر سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان فرضیه صفر انتخاب و عکس فرضیه صفر به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان گونه که در نگاره (۵) مشاهده می‌شود، مقدار سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر مالکیت خانوادگی برابر ۰/۰۳۵۰ می‌باشد، همچنین ضریب

برآورد شده برای این متغیر برابر با $0/004-$ بوده و نشان می‌دهد که رابطه دو متغیر به صورت معکوس می‌باشد به گونه ای که افزایش در کنترل خانوادگی سبب کاهش سود تقسیم شده می‌گردد و دارای تغییرات معکوس می‌باشند، بنابراین با توجه به این نتایج فرضیه صفر رد شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان اذعان نمود که با افزایش کنترل اعضای خانواده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میزان سود پرداختی سالیانه کاهش می‌یابد. با توجه به مطابقت نتایج این پژوهش با پژوهش مولیانی و همکاران (۲۰۱۶)، بررسی نشان از مطابقت نتایج این دو پژوهش با هم می‌باشد اما با نتایج یوشیکاوا و رشید (۲۰۱۰) مطابقت ندارد.

نتایج تخمین مدل سوم پژوهش

بر اساس نتایج آزمون F لیمر، مدل سوم پژوهش بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده شد. مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهندگی مدل است، برای این مدل، احتمال آماره آن کمتر از $0/01$ است که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. براساس همین نتایج ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون نیز برابر با $1/85$ بوده و حاکی از آن است که بین اجزاء اخلاص خودهمبستگی وجود ندارد، همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با $0/53$ است که نشان می‌دهد ۵۳ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود.

فرضیه سوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که در شرکت‌هایی که مدیر جزء اعضای خانواده است آیا تمایل به پرداخت سود سالیانه کاهش می‌یابد یا خیر. برای بررسی فرضیه سوم پژوهش هدف نبود تأثیر معنی دار مدیرعامل خانوادگی بر سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان فرضیه صفر انتخاب و عکس فرضیه صفر به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان گونه که در نگاره (۶) مشاهده می‌شود، مقدار سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر مدیرعامل خانوادگی برابر $0/7351$ می‌باشد، بنابراین با توجه به اینکه بین این دو متغیر رابطه معناداری وجود ندارد، فرضیه صفر رد شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان اذعان نمود که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که مدیر جزء اعضای

خانواده است تمایل به پرداخت سود سالیانه تغییر نمی‌یابد و با بقیه شرکت‌ها تفاوتی معناداری ندارد.

نگاره (۶): نتایج مربوط به تخمین مدل سوم پژوهش

نام متغیر	ضریب برآورد شده	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری
اهرم مالی	-۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۳۰	-۰/۳۷۸	۰/۷۰۵۰
مدیر عامل خانوادگی	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۱۷	۰/۳۳۸	۰/۷۳۵۱
مالکیت نهادی	۰/۰۰۷۲	۰/۰۰۴۰	۱/۷۸۸	۰/۰۷۴۳
اندازه شرکت	-۰/۰۰۴۸	۰/۰۰۱۴	-۳/۲۹۸	۰/۰۰۱۰
سودآوری با وقفه	۰/۰۱۴۶	۰/۰۰۶۶	۲/۲۱۵	۰/۰۲۷۱
سودآوری	۰/۰۱۳۷	۰/۰۰۷۶	۱/۷۸۵	۰/۰۷۴۷
نگهداشت وجه نقد	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۲۳۲	-۰/۰۰۵۹	۰/۹۹۵۳
عرض از مبدأ	۰/۱۰۹۴	۰/۰۱۹۱	۵/۷۱۵	۰/۰۰۰۰
آماره F	۱۲/۸۹	-	-	۰/۰۰۰۰
آزمون دوربین واتسون	-	-	۱/۸۵	-
ضریب تعیین	۰/۳۸	-	-	-

با توجه به مطابقت نتایج این پژوهش با پژوهش اندرسون و ریب (۲۰۰۳) که نشان داد صاحبان سهام نظارت بهتری بر مدیریت، بررسی نشان از مطابقت نتایج این دو پژوهش با هم می‌باشد.

نتیجه‌گیری

شرکت‌های خانوادگی، با ویژگی‌های مختلف در سراسر کشورها در کسب و کار جهانی نقش دارند. طول عمر این شرکت‌ها بسیار زیاد است و موفقیت برخی از شرکت‌های خانوادگی برجسته، باعث این تصور رایج شده است که کنترل شرکت‌های خانواده در راستای رویکرد بلند مدت مدیریت است. بنابراین این نوع اشخاص، کنترل و دسترسی بیشتری به منابع داشته و دارا بودن قدرت، آنان را به سوء استفاده از ارزش شرکت منجر می‌سازد. از طرف دیگر، شرکت‌ها این توانایی را دارا هستند که با توزیع و تقسیم وجه نقد و پول بین سهامداران، درگیری بین سهامداران داخلی و خارجی را کاهش دهند، اما سهامداران خانوادگی دارای دیدگاه متفاوتی برای تقسیم سود هستند. با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری این نوع اشخاص در شرکت‌ها با هدف

سرمایه گذاری بلندمدت صورت می گیرد، بنابراین کمتر تقسیم سود مورد توجه بوده و بیشتر دارای دیدگاه سرمایه گذاری مجدد سودهای تحصیل شده می باشند. نتایج کسب شده در این پژوهش هم راستا با موضوعات ذکر شده می باشد. بر اساس نتایج پژوهش هر چه مالکیت خانوادگی فزونی یابد، میزان سود پرداختی کاهش می یابد. این نتایج حاکی از آن است که در هر چه مالکیت اعضای یک یا دو خانواده در شرکت افزایش یابد میزان سود تقسیمی کاهش و به سمت صفر میل می کند. به عبارت دیگر این نتایج نشان دهنده این مورد است که سرمایه گذاری اعضای خانواده در سطح حداقل نفوذ بر شرکت به منظور کسب بازده بیشتر در بلندمدت بوده و از سود تحقق یافته شرکت در طی سال یا سال های قبل به منظور یکی از منابع تامین مالی استفاده می نمایند. همچنین نتایج نشان می دهد که بازده کسب شده شرکت خانوادگی بیشتر از بازده مورد انتظار سهامداران آن (اعضای خانواده) می باشد که منجر به نگهداری و سرمایه گذاری منافع به دست آمده از فعالیت شرکت می شود. علاوه بر این، نتایج کسب شده بیانگر موضوعی است مبنی بر اینکه اعضای یک خانواده قبل از سرمایه گذاری در یک یا چند شرکت، میزان بازده ناشی از فعالیت این شرکت ها را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و ریسک و بازدهی آن را با ریسک و بازدهی مورد انتظار خود (که هدف آن ها کسب بازده در بلندمدت بوده) مطابقت داده اند و سهام آن شرکت ها را با هدف سرمایه گذاری بلندمدت خریداری نموده اند. از طرف دیگر با توجه به اینکه هر شرکتی در تامین مالی هزینه هایی را باید پردازد و محدودیت هایی را بپذیرد، سود تحقق یافته و تقسیم نشده به عنوان یک منبع مالی در دسترس و اکثراً مقرون به صرفه در شرکت های خانوادگی مورد استفاده قرار می گیرد. نتایج پژوهش همچنین حاکی از آن است که هر چه کنترل اعضای یک یا دو خانواده بر شرکت افزایش یابد و این اشخاص حداقل ۵۰٪ سهام آن شرکت را تحت تملک خود داشته باشند میزان سود تقسیمی کاهش یافته و این کاهش با شدت بیشتری نسبت به نفوذ این افراد در شرکت ها می باشد. علاوه بر این با توجه به اینکه تملک در حد کنترل بر سهام یک شرکت به معنی کنترل حداقل بر نیمی از اعضای هیئت مدیره نیز می باشد می توان گفت که تضاد منافع بین مالکیت و مدیریت در شرکت های خانوادگی وجود نداشته (یا ناچیز است) و تصمیم های مدیران در راستای افزایش ثروت سهامداران می باشد. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که این رویکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در حالی که مدیرعامل از اعضای خانواده می باشد،

مصادق ندارد به نحوی که نتایج پژوهش بیانگر آن است که تصمیم‌های مدیر عامل در تقسیم سود شرکت‌های خانوادگی موثر نمی‌باشد.

پیشنادهای مرتبط با نتایج پژوهش

با توجه به نتایج فرضیه اول و دوم پژوهش که نشان داد مالکیت خانوادگی و کنترل این نوع اشخاص بر شرکت سبب کاهش سود تقسیمی می‌شود، بنابراین به سرمایه‌گذارانی که قصد سرمایه‌گذاری کوتاه مدت در بورس را دارند، پیشنهاد می‌شود که از خرید سهام این نوع شرکت‌ها خودداری نمایند. از طرف دیگر با توجه به سرمایه‌گذاری مجدد سود تحصیل شده در این نوع شرکت‌ها، به اعتباردهندگان پیشنهاد می‌شود که با بررسی سایر شرایط، اعطای اعتبار به این شرکت‌ها را در اولویت قرار دهند. علاوه بر این به دانشجویان و پژوهشگران نیز پیشنهاد می‌شود که تأثیر انواع دیگر مالکیت را بر تقسیم سود و نوسانات آن بررسی نموده و نتایج حاصله را با نتایج این پژوهش مقایسه نمایند. همچنین پیشنهاد می‌شود که تأثیر مالکیت خانوادگی را بر سایر عوامل موثر از جمله، نوسانات جریان نقدی، کیفیت سود و مربوط و قابل اتکاء بودن اطلاعات منتشره، ویژگی‌های حساب‌رسان و تاخیر در ارائه گزارش آنان، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، توانایی و بیش اطمینانی مدیریت و ریسک سقوط سهام بررسی نمایند.

پی نوشت

- ۱ Information Asymmetry ۲ Agency Costs

منابع

- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidenc from som emerging markets. *International business review*. 22, 77-88.
- Anderson, R. C. , and Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership, corporate diversification and firm performance. *Journal of Law and Economics* 46, 653-684
- Attig, N. , Boubakri, N. , Ghoul, S. E. , and Guedhami, O. (2015). The global financial crisis, family control, and dividend policy. *Financial Management* 1-23.
- Bertrand, M. , and Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives* 20 (2) , 73-96.
- Carney, M. , and Gedajlovic, E. (2002). The coupling of ownership and control and the allocation of financial resources: Evidence from Hong Kong. *Journal of Management Studies* 39 (1) , 123-146.

- Demsetz, H. , and Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93, 1155–1177.
- Din, Sh. U. and A. Y. Javid (2011). "Impact of Managerial Ownership on Financial Policies and the Firm's Performance: Evidence Pakistani Manufacturing Firms", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 81, No. 2, pp. 13-29.
- Faccio, M. , Lang, L. H. P. , and Young L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review* 91, 54–78.
- Farinha, J. (2003). Dividend policy, corporate governance and managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis. *Journal of Business Finance and Accounting* 30, 1173–1209.
- Fazlzadeh, Alireza, Mohammadzadeh, Parviz, Tahbaz Hindi, Ali (2009). Investigating the effect of ownership structure on the performance of companies accepted in Tehran Stock Exchange by industry. *Stock Exchange Quarterly*, No. 7 (in Persian).
- Florackis, C. ; Kanas, A. ; and A. Kostakis (2014). "Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-Parametric Perspective", *European Journal of Operational Research*, Vol. 24, No. 3, pp. 783-795.
- Frankfurter. G. M, Bob G. Wood JR. , (2002) ,"Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests", *International Review of Financial Analysis*, vol 11, PP. 111–138.
- González, M. , Guzmán, A. , Pombo, C. , and Trujillo, M. (2014). Family involvement and dividend policy in closely held firms. *Family Business Review* 1-21.
- Guo, Jianan (2013) , Ultimate Controlling Shareholders and Dividend Payout Policy in Chinese Stock Market (April 1,2013). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2242798> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2242798>
- Haghighat, Hamid and Bashiri, vahhab (2012). Investigating the Relationship between Financial Flexibility and Capital Structure. *Accounting Knowledge*, Spring, Volume 3, Issue 8, Page 49 to Page 71 (in Persian).
- Hong, D. and V. Yen Nguyen (2014). "Managerial Ownership, leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's listed Firms", *International Journal of Economics Debt Policy*", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, No. 2, pp. 131 -144.
- Isakov, D. , and Weisskopf, J. P. (2015). Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance* 33, 330-344.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economy Review* 76, 323–329.
- Jun Jiang, Komain Jiranyakul (2013) "Capital Structure, Cost of Debt and Dividend Payout of Firms in New York and Shanghai Stock Exchanges " *International Journal of Economics and Financial Issues* Vol. 3, No. 1, 2013, pp. 113-121 ISSN: 2146-4138 www.econjournals.com
- Khajavi Shakrolah and Ahmad Ishaqi. (2013). Investigating the Effect of Family and Non-Family Ownership on Conservatism in Financial Reporting of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Progress*. Pp. 67-86 (in Persian).

- Khan Arifur, Mohammad Badrul Muttakin, Javed Siddiqui. (2015). "Audit fees, auditor choice and stakeholder influence: Evidence from a family-firm dominated economy". *The British Accounting Review*. Volume 47, Issue 3, , Pages 304–320.
- Kouki, M, and Guizani, M. , (2009) ," Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from the Tunisian Stock Market," *European Journal of Scientific Research*. Vol. 25, No. 1, PP. 42-53.
- La Porta, R. , Lopez-de-Silanes, F. , and Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, 471–517.
- Mehrani, Sasan and Noruzi, sauna (2014). The effect of corporate governance on the relationship between firm value and profit management. *Scientific Journal of Financial Accounting*. Volume 2, Number 3, Series 6, Autumn 2014, Pages 105-122 (in Persian).
- Mulyani, E. , Singh, H. , Mishra, S. , Dividends, Leverage, and Family Ownership in the Emerging Indonesian Market, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* (2016) , <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2016.03.004>.
- Munir, Sa'adiyah. Saleh, Norman Mohd. Jaffar, Romlah. Yatim, Puan. (2014). "FAMILY OWNERSHIP, RELATED-PARTY TRANSACTIONS AND EARNINGS QUALITY". *Asian Academy of Management and Penerbit Universiti Sains Malaysia*. AAMJAF Vol. 9, No. 1, 129–153.
- Namazi Mohammad and Ehsan Kermani (2008). The Effect of Ownership Structure on the Performance of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Auditing*. No. 53 P. 100-83 (in Persian).
- Namazi, Mohammad and Akbar, Jalal. (2011). Investigating the Performance and Capital Structure of Family and Non-Family Companies Admitted to the Tehran Stock Exchange, Master's Degree, Shiraz University (in Persian).
- Namazi, Mohammad and Mohammadi, Mohammad. (2010). Evaluating the Quality of Earnings and Returns of Families and Non-Families Affiliated to Tehran Stock Exchange, *Accounting Progress*, No. II, pp. 152-194 (in Persian).
- Omar A. Esqueda, (2016) , Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Volume 59, February 2016, Pages 186–199.
- Omidvar, Alireza, Rastegar, Hossein, Aghdai, Mona (2010). Corporate Governance in Pakistani Family Enterprises, Center for Corporate Governance Promotion (in Persian).
- Qalibabasl, Hasan (2007) , *Financial Management*. Tehran: Publication of Pouran Research (in Persian).
- Rezaei, Farzin; Eidan Torkzadeh, Khadijeh and Nasser Nasiri. (2011). Investigating the Effect of Ownership Structure on the Dividend Policy of Companies in Tehran Stock Exchange. *Stock Exchange Quarterly*. forth year. Number 16 99-79 (in Persian).
- Rizqia, D. A. and S. A. Sumiati (2013). "Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value", *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 4, No. 11, pp. 120-130.

- Setayesh Nia, Mohammad Hossein Salehi Nia, Mohsen (2015). The Effect of Ownership Structure and Capital Structure on Cash Flows. Accounting and Audit Research. Year 7 No. 25, 32-15 (in Persian).
- Setayesh, Mohammad Hossein and Kazemnejad, Mostafa (2010). "Investigating the Effect of Ownership Structure and Board Composition on the Dividend Policy of Companies Listed in the Tehran Stock Exchange. Accounting Knowledge. 1 pp. 21-29 (in Persian).
- Setia-Atmaja, L. , Tanewski, G. A. , and Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled companies. Journal of Business Finance and Accounting 36, 863–898.
- Shleifer, A. , and Vishny, R. (1986). Large shareholders corporate control. Journal of Political Economy 94, 461–488.
- Soltani, Asghar; Momeni, Zahra; (2011). A review of the factors affecting the dividend policy and the probability of paying dividends. Accounting and financial management. Fall and Winter 2011 - No. 137 Page - From 56 to 68 (in Persian).
- Taghizadeh Khaneghah, Vahid and Badavar Nadandi, Younes (2015) , investigated the relationship between management property, financial leverage and dividend policy of the companies that were accepted in the Tehran Stock Exchange using simultaneous equations. Health Accounting Magazine. Year 4, Number 2, Number series (12) , pp. 60-86 (in Persian).
- Vaeed, Seyed Ali, Babak Abedi Sedghiani and Vahid Khajevi. (2014). Audit Audit Fees and Audit Firm Size in Family Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. Audit knowledge. P. 103 to 127 (in Persian).
- Vieira, E. F. S. (2013). Family firms and the market reaction to dividend news. Journal of Modern Accounting and Auditing 9 (4) , 527-541.
- Yoshikawa, T. , and Rasheed, A. A. (2010). Family control and ownership monitoring in familycontrolled firms in Japan. Journal of Management Studies 47: 2, 274-295.
- Zholanezhad, Fatemeh, Bekhradi Nasab, Vahid, Bakhshi, Mohammad, Mohammad Hosseini, Sahar. (2017). Assessing the relationship between financial reporting quality and the limits applied to dividend policy on investment decisions (DEA). Journal of Management Studies and Accounting. Volume 3, Issue 1, Pages 205-217 (in Persian) .