

بررسی ارتباط پرداخت سود سهام، اهرم مالی و مالکیت خانوادگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان

مصطفی خسروی نیا^۱، منصوره عابدی سروستانی^۲، مهدیه واحدی^۳

^۱ کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس.

^۲ کارشناسی ارشد، حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی شیراز.

^۳ کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد.

نام نویسنده مسئول:

مهدیه واحدی

چکیده

این مطالعه، بررسی ارتباط پرداخت سود سهام، اهرم مالی و مالکیت خانوادگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان است. متغیرهای درون زای این پژوهش، پرداخت سود سهام، اهرم مالی شرکت و متغیرهای برون-زا، مالکیت خانوادگی، مالکیت نهادی، کنترل مالکیت، اندازه شرکت، نسبت وجه نقد شرکت، سودآوری شرکت بود. نمونه، شامل ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ و نرم افزار مورد استفاده جهت تجزیه و تحلیل آماری، استاتا ۱۲ است. فرضیه ها بر اساس آزمون رگرسیون معادلات از مدل حداقل مربعات سه مرحله ای، مورد آزمون قرار گرفت. بر اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها، مشخص شد که بین مالکیت خانوادگی و پرداخت سود سهام رابطه متقابل و همزمان وجود دارد؛ همچنین پرداخت سود سهام در شرکت های خانوادگی کمتر از شرکت های غیر خانوادگی است و اهرم مالی در شرکت های خانوادگی کمتر از شرکت های غیر خانوادگی است مورد تأیید قرار گرفت.

واژگان کلیدی: اهرم مالی، مالکیت خانوادگی، مالکیت غیر خانوادگی، معادلات همزمان.

مقدمه

پرداخت سود در شرکت های سهامی را می توان به عنوان یک مکانیزم مدیریتی جهت کنترل مشکلات سازمانی میان مدیریت و سهامداران در نظر گرفت؛ چرا که این سودها نقدینگی را کاهش می دهند و همچنین پرداخت وجه به سهامداران موجب کاهش منابع تحت کنترل مدیران و در نتیجه کاهش قدرت آنان می شود و از طرفی این امر احتمالاً به دلیل نیاز به جذب سرمایه جدید توسط شرکت، موجب افزایش نظارت بازار سرمایه خواهد شد و در نتیجه هرچقدر سود سهام به سهامداران بیشتر پرداخت شود، جریان نقدی مازاد در شرکت کاهش خواهد یافت و به مدیران اجازه نمی دهد تا از مبالغ به نفع شخصی استفاده کنند. همیشه بین مدیران و صاحبان سهام عمده از یک طرف و هزاران هزار سرمایه گذار کوچک از طرف دیگر بر سر مسأله تقسیم سود تضاد وجود دارد. هدف سرمایه گذاران جزء از سرمایه گذاری بیشتر، دریافت سود نقدی؛ از طرف دیگر سهامداران عمده مایل هستند که سود در شرکت نگهداری و صرف توسعه گردد و در نتیجه قیمت سهام شرکت از این طریق افزایش یابد؛ به علاوه برخلاف واحدهای تجاری غیر خانوادگی، واحدهای تجاری خانوادگی معمولاً در هنگام تصمیمات سرمایه گذاری بر منابع تأمین شده داخلی یا راه های تأمین مالی داخلی اتکا می کنند. واحدهای تجاری خانوادگی برای حق کنترل خود بر شرکت انگیزه قوی دارند و این انگیزه می تواند به سبب وابستگی شدید مالکان خانوادگی به تجارت و انتقال این مالکیت برای نسل های بعد از خود باشد. برای واحد تجاری خانوادگی، تأمین مالی خارجی معمولاً باعث کاهش ثروت و کاهش مالکیت خانواده می شود همچنین قدرت کنترلی مالکان خانوادگی در شرکت های خانوادگی به علت ایجاد قراردادهای تأمین مالی از طریق بدهی کاهش می یابد. واحدهای تجاری خانوادگی تمایل کمتری برای استفاده از تأمین مالی خارجی برای پروژه های سرمایه گذاری دارند بلکه تمایل بیشتری برای استفاده از سرمایه تأمین شده در داخل واحد تجاری خود دارند. در این پژوهش سعی بر آن است بررسی شود که آیا بین پرداخت سود سهام، اهرم مالی و مالکیت خانوادگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟

بیان مساله

اهمیت شرکت های خانوادگی در دنیای اقتصاد به حدی است که چیزی حدود ۳۵ درصد از ۱۷۵ شرکت از ۵۰۰ شرکت بزرگ آمریکایی از نوع شرکت های خانوادگی می باشند (۱). به همین منظور در بسیاری از کشورها، شاخص های متعددی برای تعریف این گونه شرکت ها ارائه گردیده است و پژوهشگران در سال های اخیر به دلیل اهمیت این شرکت ها پژوهش های مختلفی را در مورد این شرکت ها انجام داده اند. در ایران، متأسفانه به دلیل شفافیت کم اطلاعات افشاشده در مورد ماهیت و مالکیت شرکت ها، بالطبع با عدم تشخیص و تفکیک شرکت های خانوادگی (شرکت هایی که یک یا چند خانواده به خصوص در اجرای سیاست های کلی و راهبردی شرکت، نقش کلیدی ایفا می کنند) روبه رو هستیم. در شرکت های خانوادگی عموماً بخش زیادی از سهام در اختیار یک یا چند سهامدار عمده حقیقی از اعضای یک خانواده است و اعضای خانواده در پست های مدیریتی و عملیاتی مشغول کار هستند. طبق پژوهش های انجام شده، مشخص شده اگر میزان سهم مدیران از حدی بیشتر باشد، می تواند این انگیزه را در آن ها ایجاد کند تا وضعیت مالی و عملکرد مطلوب تری را ارائه دهند، همچنین سهامداران عمده نیز می توانند از طریق کنترل رفتار مدیران بر روی تصمیمات و فعالیت های شرکت تأثیرگذار باشند (۲). کسب و کارهای خانوادگی در دنیا بخش مهمی از اقتصاد کشورها را تشکیل می دهند و از جهت اقتصادی برای بسیاری از کشورها دارای اهمیت اند. کسب و کارهای خانوادگی یکی از مهم ترین عوامل ایجاد ثروت و استخدام نیروی کار در تمام کشورهای جهان محسوب می شوند. بررسی رفتار شرکت های خانوادگی می تواند اطلاعات ارزنده ای را در اختیار استفاده کنندگان از اطلاعات مالی قرار دهد که متأسفانه در ایران تاکنون شاخص مناسبی برای شناسایی این گونه شرکت ها ارائه نگردیده است. واحدهای تجاری با سهامداران عمده و متمرکز، مانند شرکت های خانوادگی، به علت نظارت مستقیم خانواده و کنترل بیشتر، ممکن است مشکلات نمایندگی متفاوتی نسبت به سایر واحدها داشته باشند. شرکتهای خانوادگی بیشتر در معرض اتهام مخارج بیهوده هستند و بنابراین تمایل بیشتری به استفاده از سود تقسیمی برای کاهش تضاد نمایندگی دارند (۳). تئوری نمایندگی در رابطه با مالکیت خانوادگی، دو دیدگاه را به وجود می آورد؛ دیدگاه اول این است که به دلیل وجود همترازی بهتر بین سهامداران عمده می تواند نسبت به عملکرد مدیریت نظارت بیشتری اعمال دارد (۴؛ ۵) که این امر نیز در نهایت به سیاست های مؤثر تقسیم سود منجر می شود. دیدگاه دوم نشان دهنده این است که سهامداران عمده فامیلی دارای دسترسی و قدرت لازم به منظور سوء استفاده از ارزش شرکت به هزینه از بین رفتن منافع سهامداران اقلیت می باشند (۶؛ ۷). آشکار است که این ناکارایی منجر به سیاست های تقسیم سود ناکارآمد می شود. سود تقسیمی پرداختنی وجه نقد در دسترس را کاهش می دهد، بطور مشابه، اهرم نیز مکانیسم دیگری است که می تواند جریان های نقدی آزاد را کاهش دهد. اهرم می تواند بصورت غیر هوشمندانه نیز بکار گرفته شود (۸؛ ۹). اهرم مکانیسم جایگزینی برای کاهش مشکلات نمایندگی ارائه می دهد، چرا که می تواند نظارت توسط اعتباردهندگان را افزایش دهد (۱۰). همچنین تصمیمات تأمین مالی و سرمایه گذاری شرکت ها، تصمیم هایی هستند که هردو با آینده نگری اتخاذ می شوند. در تصمیم های مالی، شرکت وجوه مورد نیاز را در حال حاضر به کار می گیرد تا در آینده بتواند به تعهدات خود در قبال تأمین کنندگان منابع مالی عمل کند. در تصمیمات سرمایه گذاری، شرکت از بعضی مزایای فعلی به امید تحصیل منابع بیشتر در آینده چشم پوشی می کند. این گونه تصمیمات

در نهایت ساختار سرمایه شرکت را به وجود می آورد که ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می دهد. منابع تأمین مالی شرکت ها بر اساس تأمین مالی آن ها به دو بخش "منابع مالی داخلی" و "منابع مالی خارجی" تقسیم می شوند. شرکت ها برای تأمین منابع مورد نیاز خود، دو راهکار تأمین مالی از محل منابع داخلی و خارجی را پیش رودارند (۱۱)؛ بنابراین اهرم مالی در شرکت های سهامی دارای اهمیت فراوانی است؛ و با توجه به اهمیت روزافزون شرکت های کوچک و متوسط در نظام های اقتصادی و اجتماعی در بسیاری از کشورهای پیشرفته و توسعه یافته ی جهان و سهم عمده ی این شرکت ها از اشتغال نیروی انسانی، درآمد ناخالص ملی، لزوم توجه بیش از پیش در خصوص این شرکت ها را آشکار می سازد تا از طریق رفع موانع فعالیت این شرکت ها، زمینه توسعه هر چه بیشتر کشور فراهم گردد. همچنین هدف اصلی سرمایه گذاران در سرمایه گذاری رسیدن به سود است و سود تقسیمی در شرکت دلیل اشتیاق افراد سرمایه گذار برای سرمایه گذاری است و باید در شرکت های سهامی نسبت به سود تقسیمی که هدف مالکان است باهدف مدیران که شرکت در سرمایه گذاری در پروژه های مختلف است تعادلی ایجاد کرد. مدیران مبالغ استقراض شده از اعتباردهندگان را ممکن است به عنوان سود بین سهامداران تقسیم کند. به عبارت دیگر مدیران شرکت به جای استفاده از منابع استقراض شده برای عملیات و ایجاد منافع، آن را میان سهامداران تقسیم و از شرکت خارج می کنند. این عمل ممکن است به ورشکستگی شرکت منجر و به نوبه خود باعث نکول مطالبات اعتباردهندگان از سوی شرکت شود. به همین علت باید سیاست تقسیم سود را در شرکت مورد توجه قرارداد که مدیران شرکت عملی را که انجام می دهند در راستای اهداف سازمانی باشد. با این وجود تقسیم سود بین سهامداران سبب می شود که شرکت چنانچه نیاز به سرمایه جدید داشته باشد به بازار سرمایه رجوع کند که این خود باعث افزایش نظارت بازار سرمایه به روی شرکت می شود؛ و اگر تقسیم سود کمتر صورت گیرد توان نظارت بر تصمیم های مدیریت کاهش می یابد. در حقیقت سود تقسیمی و اهرم مالی به عنوان ابزارهای جایگزینی حاکمیت شرکتی در نظر گرفته می شوند. در بیان مکانیسم های کنترلی مختلف، سود تقسیمی و اهرم به عنوان ابزارهای مؤثر در کاهش تضاد منافع در واحدهای فامیلی در نظر گرفته می شوند. لاپورتا و همکاران (۲۰۰۰) نشان دادند که سود تقسیمی، توزیع سود در میان سهامداران و خارج کردن ثروت و احدتجاری از دسترسی سهامداران کنترلی است. با توجه به کنترل و نظارت بیشتر بر مدیران، واحدهای تجاری خانوادگی ترجیح می دهند تا سود تقسیمی کمتری را پرداخت کنند تا بتوانند از جریان های نقدی در راستای منافع خود استفاده کنند و همچنین اهرم مکانیسم دیگری برای کاهش مشکلات نمایندگی است، چرا که وجوه نقد در دسترس را که ممکن است در معرض سوء استفاده قرار گیرد را کاهش می دهد (۱۲؛ ۱۳؛ ۹). با توجه به اینکه در پژوهش های پیشین در حوزه بررسی پرداخت سود سهام، اهرم مالی و مالکیت خانوادگی ارتباط یک طرفه بین این متغیرها بررسی شده، به این نتیجه رسیده اند که ارتباط بین این متغیرها دوطرفه است و لذا از روش معادلات همزمان (حداقل مربعات سه مرحله ای) به بررسی ارتباط این متغیرها پرداخته شده که به استفاده کنندگان و تصمیم گیرندگان اطلاعات جدیدتر و مازاد بر اطلاعات قبلی ارائه شده است تا آن ها با ریسک کمتری تصمیم گیری نمایند.

پیشینه تحقیق

ستایش و ابراهیمی (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش به روش داده های ترکیبی بیانگر این است که بین تمرکز مالکیت با نسبت بازده سود سهام، نسبت پرداخت سود سهام، نسبت سود سهام پرداختی به فروش و نسبت سود سهام پرداختی به دارایی ها رابطه مثبتی وجود دارد؛ اما این رابطه در مورد نسبت سود سهام پرداختی به دارایی ها معنادار نیست؛ به بیان دیگر، هر چقدر تمرکز مالکیت بیشتر باشد، سود سهام پرداختی نیز بیشتر خواهد بود. (۱۴)

هاشم زهی و هاشم زهی (۱۳۹۳) به بررسی ارتباط سرمایه گذاری، سودآوری، نسبت کیوتوبین و پرداخت سود سهام با اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. هدف این مطالعه این است که آیا بین عوامل مربوط به بدهی سایر متغیرهای مستقل و اهرم مالی رابطه معنادار وجود دارد. نتایج نشان می دهند بین متغیرهای پژوهش با اهرم مالی ارتباط منفی و معنادار وجود دارد. (۱۵)

احمدی و نوری (۱۳۹۳) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت با اهرم ها در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد بین ساختار مالکیت با اهرم بدهی رابطه معناداری وجود دارد. همچنین، بین ساختار مالکیت با اهرم مالی رابطه معناداری وجود دارد؛ و در نهایت، بین ساختار مالکیت با اهرم سرمایه در گردش رابطه معناداری وجود دارد. (۱۶)

بیابانی و رضی کاظمی (۱۳۹۲) به بررسی ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. با این وجود، شواهد بدست آمده دال بر این 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. همچنین متمرکز یا پراکنده بودن مالکیت نیز تفاوتی در نسبت سود تقسیمی نداشته است. (۱۷)

اوی و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی نقش سود تقسیمی و اهرم در کاهش مشکلات نمایندگی در واحدهای فامیلی در اندونزی پرداخته‌اند. با استفاده از معادلات همزمان مشاهده شد که ارتباط منفی معناداری بین مالکیت خانوادگی و سود تقسیمی پرداختی و همچنین ارتباط منفی بین سود تقسیمی پرداختی و اهرم وجود دارد. (۱۸)

کاسکی و هالون (۲۰۱۳) در مقاله‌ای تحت عنوان سیاست تقسیم سود تحت تأثیر تقبل حسابداری، نشان دادند که چنان‌که صاحب‌کاران حسابرسی در مورد پرداخت سود به دنبال تقلب و اشتباه و هموارسازی سود باشند، این کار آنان به حسابرسان پیام مناسبی پیرامون اهداف مدیریت در دست‌کاری سود ارائه می‌دهد؛ و آنان دریافتند زمانی که مخاطره دست‌کاری سود به میزان بااهمیتی وجود داشته باشد، حسابرسان احتمال گمراه‌کننده بودن صورت‌های مالی را بالاتر ارزیابی می‌کنند. (۱۹)

گونزالس و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط بین پرداخت سود سهام و ساختار مالکیت برای شرکت‌های ۵ کشور آمریکای لاتین پرداخته‌اند. نتایج نشان داد که وقتی تمرکز مالکیت پایین باشد تأثیر منفی بر پرداخت سود سهام دارد و وقتی که تمرکز مالکیت بالا باشد تأثیر مثبت بر پرداخت سود سهام دارد. (۲۰)

سوالات تحقیق

آیا بین مالکیت خانوادگی و پرداخت سود سهام رابطه وجود دارد؟
آیا پرداخت سود سهام در شرکت‌های خانوادگی کمتر از شرکت‌های غیر خانوادگی است؟
آیا اهرم مالی در شرکت‌های خانوادگی کمتر از شرکت‌های غیر خانوادگی است؟

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: بین مالکیت خانوادگی و پرداخت سود سهام رابطه وجود دارد.
فرضیه دوم: پرداخت سود سهام در شرکت‌های خانوادگی کمتر از شرکت‌های غیر خانوادگی است.
فرضیه سوم: اهرم مالی در شرکت‌های خانوادگی کمتر از شرکت‌های غیر خانوادگی است.

جامعه، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از سال ۸۸ تا ۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌اند می‌باشد و شرکت‌هایی انتخاب می‌شود که دارای ویژگی‌های زیر باشد:
۱- داده‌های موردنظر این پژوهش برای آنها در دسترس باشد. ۲- جزو شرکت‌های بیمه و واسطه‌گری مالی نباشد. ۳- به دلیل افزایش قابلیت مقایسه، دوره‌ی مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد. ۴- شرکت طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشد. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده تعداد ۱۴۶ شرکت در نمونه قرار گرفته است.

قلمرو تحقیق

قلمرو موضوعی: بررسی ارتباط پرداخت سود سهام، اهرم مالی و مالکیت خانوادگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان
قلمرو زمانی: از نظر زمانی دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۴ در نظر گرفته می‌شود.
قلمرو مکانی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مد نظر است.

روش‌شناسی تحقیق

در پژوهش حاضر رابطه متقابل بین متغیرها مورد بررسی قرار می‌گیرد، در نتیجه به علت ارباب همزمانی یا ارباب معادلات همزمان، که باعث اربابی و ناسازگاری برآورد کننده‌های ضرایب ساختاری مدل می‌شود، استفاده از روش برآورد حداقل مربعات معمولی امکان‌پذیر نیست، اما روش‌های برآورد حداقل مربعات همزمان، قابلیت کاربرد دارند (۲۱). در این پژوهش از سیستم معادلات همزمان، روش حداقل مربعات سه مرحله ای استفاده می‌شود. به این ترتیب که با دسته‌بندی مجموعه متغیرهایی که به طور همزمان با بقیه‌ی مجموعه متغیرها تعیین می‌شوند، مدل‌های معادلات همزمانی معرفی خواهند شد. در این معادلات تعداد معادله‌ها از یک بیشتر خواهد بود، به این ترتیب که برای هر متغیر درون‌زا یک معادله خواهیم داشت. پس برخلاف مدل‌های تک معادله‌ای در مدل‌های معادلات همزمان بدون توجه به اطلاعات حاصل از سایر معادلات سیستم

نمی توان به تخمین پارامترهای یک معادله منفرد پرداخت. روش حداقل مربعات یک روش سیستمی است که ارتباطات احتمالی بین اجزای هر معادله را در نظر می گیرد. تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم افزار آمار استتتا نسخه ۱۲ انجام شده است. متغیرهای تحقیق:

متغیرهای برون زای این پژوهش شامل: مالکیت خانوادگی (family ownership): پس از بررسی شرایط شرکت های ایرانی یکی از دو شرط زیر برای تعریف شرکت های خانوادگی در ایران استفاده شده است:

الف) سهامدار حقیقی مالک حداقل ۲۰ درصد سهام عادی شرکت باشد.

ب) یکی از اعضای هیأت مدیره، خود، به تنهایی مالک حداقل ۵ درصد سهام عادی و یا مجموع سهام عضو حقیقی هیأت مدیره و اعضای خانواده و فامیل وی، حداقل ۵ درصد مجموع سهام عادی شرکت باشد. شرکت های غیر خانوادگی نیز شرکت هایی هستند که هیچ یک از شرایط ذکر شده را نداشته باشند.

بنابراین اگر شرکت خانوادگی باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر می باشد.

مالکیت نهادی (institutional ownership): از نسبت درصد مالکیت سهامداران نهادی بر کل سهام شرکت اندازه گیری می گردد. کنترل مالکیت (family control): اگر ۲۰ درصد سهام در مالکیت اعضا یک خانواده باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر است. اندازه شرکت (firm size): اندازه شرکت از نسبت لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها محاسبه می گردد. نسبت وجه نقد شرکت (cash): از نسبت وجه نقد به کل دارایی استفاده می شود. سودآوری شرکت (profitability): عبارت است از تقسیم سود خالص بر دارایی های شرکت.

با توجه به مدل ۱ فرضیه اول مورد بررسی قرار می گیرد:

$$\text{Payout}_{it} = B_i + B_1 \text{leverage}_{it} + B_2 \text{family ownership}_{it} + B_3 \text{institutional ownership}_{it} + B_4 \text{firm size}_{it} + B_5 \text{profitability}_{it} + B_6 \text{lag profitability}_{it} + B_7 \text{cash}_{it} + \epsilon_{it}$$

با توجه به مدل ۲ فرضیه دوم مورد بررسی قرار می گیرد:

$$\begin{aligned} \text{Payout}_{it} &= B_i + B_1 \text{leverage}_{it} + B_2 \text{family ownership}_{it} + B_3 \text{institutional ownership}_{it} + B_4 \text{firm size}_{it} + B_5 \text{profitability}_{it} \\ &+ B_6 \text{lag profitability}_{it} + B_7 \text{cash}_{it} + \epsilon_{it} \\ \text{payout}_{it} &= B_i + B_1 \text{leverage}_{it} + B_2 \text{family control}_{it} + B_3 \text{institutional ownership}_{it} + B_4 \text{firm size}_{it} + B_5 \text{profitability}_{it} \\ &+ B_6 \text{lag profitability}_{it} + B_7 \text{cash}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

با توجه به مدل ۳ فرضیه سوم مورد بررسی قرار می گیرد:

$$\begin{aligned} \text{leverage}_{it} &= B_i + B_1 \text{payout}_{it} + B_2 \text{family ownership}_{it} + B_3 \text{institutional ownership}_{it} + B_4 \text{firm size}_{it} + B_5 \text{profitability}_{it} \\ &+ B_6 \text{lag profitability}_{it} + B_7 \text{cash}_{it} + \epsilon_{it} \\ \text{leverage}_{it} &= B_i + B_1 \text{payout}_{it} + B_2 \text{family control}_{it} + B_3 \text{institutional ownership}_{it} + B_4 \text{firm size}_{it} + B_5 \text{profitability}_{it} \\ &+ B_6 \text{lag profitability}_{it} + B_7 \text{cash}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

پرداخت سود سهام (Payout) متغیر درون زاست که نحوه محاسبه نسبت پرداخت سود سهام به این صورت است که سود تقسیمی هر سهم در طول سال مالی را، بر سود خالص عاید شده توسط شرکت، تقسیم می کنند. همچنین اهرم مالی شرکت (leverage) هم دیگر متغیر درون راست که از نسبت بدهی های شرکت به دارایی های آن اندازه گیری می شود.

نتیجه گیری

آمار توصیفی مجموعه روش هایی است که در گردآوری، منظم کردن و نشان دادن شکل های توزیع متغیرها به کار می رود؛ که شامل محاسبه میانگین، حداقل، حداکثر، واریانس، میانه و انحراف معیار داده ها است. جدول ۱ توصیف شاخص های مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش را نشان می دهد:

جدول (۱) آماره های توصیفی

متغیر	علامت اختصاری	حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف معیار
پرداخت سود سهام	Payout	۰	۰/۲۱۹	۰/۰۹۱	۰/۱۱	۰/۱
مالکیت خانوادگی	Family ownership	۰	۰/۵۸	۰/۱۹	۰/۲۱۴	۰/۲۴
مالکیت نهادی	Institutional ownership	۰/۰۸	۰/۶۹	۰/۲۱۹	۰/۲۳۵	۰/۲۵۲
وجوه نقد	Cash	۰/۰۷	۰/۲۳	۰/۱۲۴	۰/۱۳۷	۰/۰۴۶
اندازه شرکت	Size	۱۱/۵۶	۱۴/۸۷	۱۲/۷۵	۱۲/۵۴	۰/۴۶
بازده دارایی	Roa	-۰/۱۹	۰/۸۹	۰/۴۲	۰/۳۸	۰/۲۹
اهرم مالی	Lev	۰/۲۶	۰/۸۷	۰/۵۱	۰/۵۷	۰/۳۱
کنترل مالکیت	Family control	۰	۱	۰/۳۶	۰/۳۳	۰/۴۷

همان طور که در جدول ۱ مشاهده می شود متغیر پرداخت سود سهام دارای میانگین ۰/۰۹۱ بوده که بیشترین عدد این متغیر ۰/۲۱۹ است و انحراف معیار آن ۰/۱ است که با توجه به کوچک بودن مقدار انحراف معیار داده های این پژوهش از پراکندگی بالایی برخوردار نیستند. اندازه شرکت که برای محاسبه آن از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها استفاده شده است دارای میانگین ۱۲/۷۵ و بیشترین مقدار این متغیر ۱۴/۸۷ و کمترین آن ۱۱/۵۶ است که انحراف معیار آن برابر با ۰/۴۶ است با توجه به نتایج آمار توصیفی مشاهده شد که شرکت های نمونه با توجه به پژوهش های مشابه در ایران دارای اندازه متوسط هستند. همچنین نتایج پژوهش نشان داده که متغیر مالکیت خانوادگی دارای میانگین ۰/۱۹ و حداقل و حداکثر آن برابر با ۰ و ۰/۵۸ است و انحراف معیار آن برابر با ۰/۲۴ است؛ که با توجه به مقدار انحراف معیار از پراکندگی کمتری برخوردار هستند.

با توجه به روش این پژوهش، لازم است ابتدا نرمال بودن یا نبودن توزیع متغیرهای مورد بررسی در آزمون بررسی گردد که بدین منظور از آماره شاپیروویلک استفاده شد و مشاهده شد که سطح معنی داری برای آزمون شاپیروویلک برای تمامی متغیرهای پژوهش بیشتر از ۵ درصد بوده بنابراین جمله خطاها دارای توزیع نرمال است و با توجه به اینکه تمام جمله خطاهای پژوهش از توزیع نرمال برخوردار است جهت تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیات پژوهش از آزمون های پارامتریک استفاده شد. جهت تشخیص وجود هم خطی، شاخص عامل تورم واریانس مورد استفاده قرار گرفت. با توجه به اینکه تمامی مقادیر هم خطی کوچکتر از ۲ بود، نشان دهنده عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی است. انجام آزمون علیت گرنجر با استفاده از داده های روندزدایی شده پرداخت سود سهام و اهرم مالی نشان داد که یک رابطه علیت دو طرفه بین دو متغیر وجود دارد. برای برآورد سیستم معادلات هم زمان ابتدا بدون توجه به نتایجی که از آزمون علیت گرنجر به دست آمد، درون زایی پرداخت سود سهام و معادله اهرم مالی را مورد بررسی قرار گرفت. برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده شد که از این طریق نیز رابطه متقابل بین پرداخت سود سهام و اهرم مالی مورد تأیید قرار گرفت. قبل از برآورد الگو باید ایستایی متغیرهای استفاده شده در الگو بررسی شود. چنانچه متغیری ایستا نباشد، باید با تفاضل گیری های متوالی آن را ایستا کرد تا از وقوع رگرسیون کاذب جلوگیری شود. نتایج نشان داد که همه متغیرهای استفاده شده در سطح ۹۵ درصد ایستا هستند. قبل از آزمون فرضیه ها به انتخاب مدل رگرسیونی پرداخته شده است. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده های تلفیقی (پولد) در برابر مدل داده های تابلویی (پانل) پرداخته شده است. نتیجه آزمون F لیمر نشان داد مقدار احتمال آماره آزمون برای کمتر از ۰/۰۵ بوده لذا برای آزمون فرضیه ها استفاده از روش داده های تلفیقی (پولد) منتفی است و باید از روش داده های تابلویی (پانل) استفاده شود. برای بررسی همبستگی اخلال ها در معادلات مقطعی از آزمون بروش پاگان استفاده شد. در این مرحله آزمون بروش پاگان (۱۹۸۰) انجام شده است. نتایج آزمون بروش - پاگان برای باقیمانده های معادلات مقطعی (پانلی) نشان داد که مستقل نیستند، یعنی با به دست آوردن مقدار آزمون برابر ۱۷۳/۵۹ (۰/۰۰۰)، فرض صفر مبنی بر استقلال باقیمانده ها شد، در نتیجه معادلات را باید به صورت هم زمان تخمین زد. برای انتخاب درست روش های برآورد، از آزمون هاسمن استفاده شد. بعد از اینکه مشخص شد، داده ها به صورت پانل دیتا هستند، در ادامه باید مشخص شود که از کدام روش اثرات ثابت و یا روش اثرات تصادفی برای تخمین استفاده شود. چون سطح معنی داری

آزمون مدل برابر ۰/۰۰۰/ کمتر از ۰/۰۵ بدست آمد، بنابراین فرض H_0 (مدل با اثرات تصادفی) تأیید نشد و می توان نتیجه گرفت که روش مناسب جهت برآورد مدل روش اثرات ثابت است. همچنین نشان داد که روش حداقل مربعات سه مرحله ای سازگارتر از روش حداقل مربعات دو مرحله ای است. لذا از رویکرد حداقل مربعات سه مرحله ای برای این الگوه استفاده شد. از آزمون برونزایی سارگان جهت بررسی بهینه بودن مدل و اعتبار محدودیت بیش از حد شناسایی استفاده شد که نتایج آزمون سارگان وجود ناهمسانی در جملات خطا و همچنین اعتبار محدودیت بیش از حد شناسایی را رد کرد. جدول شماره ۲ نتایج آزمون فرضیه اول را نشان می دهد:

جدول ۲) آزمون فرضیه اول

Payout it = B_i + B1 leverage it + B2 family ownership it + B3 institutional ownership it + B4firm size it + B5 profitability it + B6lag profitability it + B7cash it + ε it				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره Z	سطح معنی داری
مالکیت خانوادگی	family ownership	۱۳/-۰	-۳/۱۴	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی	institutional	۰/۰۴۷	۲/۳۹	۰/۰۲۳
وجوه نقد	cash	۰/۲۱	۴/۲۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	size	۰/۶	۳/۷۱	۰/۰۰۰
بازده دارایی	prof	۰/۰۵	۲/۰۲	۰/۰۴۸
بازده دارایی با یک وقفه	lag prof	۰/۰۸۴	۲/۱۴	۰/۰۳۷
اهرم مالی	lev	-۰/۳۴	-۲/۶۵	۰/۰۱۲
عرض از مبدا	β_0	۰/۱۴	۳/۰۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۴	آماره والد	۴۵/۲۸
			سطح معنی داری	۰/۰۰۰

نتایج جدول ۲ نشان دهنده بهینه بودن مدل برای آزمون فرضیه است. آماره والد (۴۵/۲۸) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) مؤید معنادار بودن مدل برای آزمون فرضیه است. نتایج آزمون والد ریج نیز نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین جملات اخلاص است. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۲۴ می باشد. متغیر مالکیت خانوادگی به عنوان متغیر مستقل، پرداخت سود سهام به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای بازده دارایی، بازده دارایی با یک وقفه، اندازه شرکت، اهرم مالی و وجه نقد به عنوان متغیرهای کنترلی در پژوهش شناخته شدند. متغیر مالکیت خانوادگی با توجه به سطح معناداری (۰/۰۰۰) در جدول با متغیر پرداخت سود سهام رابطه منفی و معکوس دارد. بین متغیرهای کنترلی مالکیت نهادی، بازده دارایی، بازده دارایی با یک وقفه، وجه نقد، اندازه شرکت و پرداخت سود سهام رابطه مثبت معنادار و بین متغیرهای اهرم مالی و پرداخت سود سهام رابطه منفی معنادار وجود دارد. با توجه به اینکه بین مالکیت خانوادگی و پرداخت سود سهام رابطه وجود دارد، فرضیه اول پژوهش مورد تأیید واقع شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که با توجه به افزایش مالکیت خانوادگی در شرکت های سهامی پرداخت سود سهام کاهش می یابد. شرکت های خانوادگی بیشتر در معرض اتهام مخارج بیهوده هستند و تمایل بیشتری به استفاده از وجه نقد نگهداری شده (سود تقسیم نشده) برای کاهش تضاد نمایندگی دارند که این کار به آن ها این اجازه را می دهد تا پول نقد بیشتری را جهت شرایط سرمایه گذاری ذخیره نمایند. نتیجه فرضیه بیانگر این است که شرکت هایی که توسط خانواده تحت کنترل می باشند پرداخت سود سهام کمتری را ترجیح می دهند. نتایج این فرضیه با نتایج بدست آمده توسط (۳،۷ و ۲۲) همسو است و می توان چنین استنباط نمود که شرکت های خانوادگی پرداخت های سود پایین تر را ترجیح می دهند. جدول ۳ نتایج آزمون فرضیه دوم را نشان می دهد.

جدول ۳) آزمون فرضیه دوم

Payout it = B_i + B1leverage it + B2 family control it + B3institutional ownership it + B4firm size it + B5profitability it + B6lag profitability it + B7cash it + ε it				Payout it = B_i + B1 leverage it + B2 family ownership it + B3 institutional ownership it + B4firm size it + B5 profitability it + B6lag profitability it + B7cash it + ε it			
مالکیت غیر خانوادگی			مالکیت خانوادگی				
سطح معنی داری	آماره Z	ضریب	سطح معنی داری	آماره Z	ضریب	علامت اختصاری	متغیر

مالکیت خانوادگی	family ownership	۱۳/-۰	-۳/۲۸	۰/۰۰۰	۲۹/-۰	-۲/۲۸	۰/۰۳۱
مالکیت نهادی	institutional	۰/۰۴۷	۲/۳۹	۰/۰۲۳	۰/۱۹	۴/۱۶	۰/۰۰۰
وجه نقد	cash	۰/۲۱	۴/۲۱	۰/۰۰۰	۰/۵۴	۳/۳۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	size	۰/۶	۳/۷۱	۰/۰۰۰	۰/۱۲	۲/۵۳	۰/۰۱۷
بازده دارایی	prof	۰/۰۵	۲/۰۲	۰/۰۴۸	۰/۲۷	۲/۹۹	۰/۰۰۴
بازده با یک وقفه	lag prof	۰/۰۸۴	۲/۱۴	۰/۰۳۷	۰/۱۴	۲/۳۱	۰/۰۲۹
اهرم مالی	lev	-۰/۳۴	-۲/۶۵	۰/۰۱۲	-۰/۲۱	-۲/۹۶	۰/۰۰۷
عرض از مبدا	β۰	۰/۱۴	۳/۰۹	۰/۰۰۰	۰/۰۷	۲/۳۱	۰/۰۲۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۴	آماره والد	۴۵/۲۸	سطح معنی داری	۰/۱۶	آماره والد	۲۴/۸۷
						سطح معنی داری	۰/۰۰۰
آزمون والد برای تفاوت ضرایب متغیر خانوادگی و غیر خانوادگی							
B1< B2		آماره f		۱۹/۵۴		سطح معناداری	
						۰/۰۰۰	

مالکیت خانوادگی: نتایج جدول ۳ نشان دهنده بهینه بودن مدل برای آزمون فرضیه است. آماره والد (۴۵/۲۸) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) مؤید معنادار بودن مدل برای آزمون فرضیه است. نتایج آزمون والد ریج نیز نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین جملات اخلال است. متغیر مالکیت خانوادگی به عنوان متغیر مستقل، پرداخت سود سهام به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای بازده دارایی، بازده دارایی با یک وقفه، اندازه شرکت، اهرم مالی و وجه نقد به عنوان متغیرهای کنترلی در پژوهش شناخته شدند. متغیر مالکیت خانوادگی با توجه به سطح معناداری (۰/۰۰۰) در جدول زیر با متغیر پرداخت سود سهام رابطه منفی و معکوس دارد. بین متغیرهای کنترلی بازده دارایی، بازده دارایی با یک وقفه، اندازه شرکت، اهرم مالی و وجه نقد با پرداخت سود سهام رابطه وجود دارد.

متغیر مالکیت غیرخانوادگی با توجه به سطح معناداری (۰/۰۳۱) در جدول با متغیر پرداخت سود سهام رابطه منفی و معکوس دارد. بین متغیرهای کنترلی بازده دارایی، بازده دارایی با یک وقفه، اندازه شرکت، اهرم مالی و وجه نقد با پرداخت سود سهام رابطه وجود دارد که بر اساس نتیجه این فرضیه ضریب تعیین این تحقیق ۰/۱۶ شد. برای تأیید یا رد فرضیه از آزمون تفاوت ضرایب والد برای متغیر مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی استفاده شد. ضریب آزمون تفاوت ضرایب والد (۱۹/۵۴) و سطح معناداری آزمون تفاوت ضرایب والد (۰/۰۰۰) است با توجه به سطح معناداری آزمون تفاوت ضرایب والد پرداخت سود سهام در شرکت های خانوادگی کمتر از شرکت های غیرخانوادگی شد، فرضیه دوم تحقیق مورد تأیید قرار گرفت. با توجه به آزمون فرضیه دوم که نشان می دهد شرکت های خانوادگی برای کاهش مشکلات سازمانی، تمایل به پرداخت سود کمتری دارند، لذا شرکت هایی که توسط خانواده تحت کنترل خانواده می باشند، پرداخت سود سهام پایین تر را اثبات می کنند و در این صورت آن ها می توانند نقدینگی بیشتری را جهت سلب مالکیت نگهدارند. بنابراین واحدهای تجاری فامیلی ترجیح می دهند تا سود تقسیمی کمتری را نسبت به شرکت های غیرخانوادگی پرداخت کنند تا بتوانند از جریان های نقدی در راستای منافع خود استفاده کنند. بر این اساس، نتایج این فرضیه با نتایج بدست آمده توسط لاپورتا و همکاران ۲۰۰۰ که بیان نمودند واحدهایی با مالکیت خانوادگی در مقایسه با شرکت هایی با سایر ساختارهای مالکیت پرداخت های سود کمتر دارند همسو است. نتایج آزمون فرضیه سوم در جدول ۴ خلاصه شده است.

جدول ۴) آزمون فرضیه سوم

Leverage it = $B_i + B_1 \text{payoutit} + B_2 \text{family control it} + B_3 \text{institutional ownership it} + B_4 \text{firm size it} + B_5 \text{profitabilityit} + B_6 \text{lag profitability it} + B_7 \text{cashit} + \varepsilon \text{ it}$				Leverage it = $B_i + B_1 \text{payoutit} + B_2 \text{family ownership it} + B_3 \text{institutional ownership it} + B_4 \text{firm size it} + B_5 \text{profitabilityit} + B_6 \text{lag profitability it} + B_7 \text{cashit} + \varepsilon \text{ it}$			
مالکیت غیرخانوادگی		مالکیت خانوادگی		علامت اختصاری		متغیر	
سطح معنی داری	آماره Z	ضریب	سطح معنی داری	آماره Z	ضریب	علامت اختصاری	متغیر

مالکیت خانوادگی	family ownership	۰/۳۹/۰	۴/۲۱	۰/۰۰۰	۰/۴۴/۰	۲/۷۴	۰/۰۱۸
مالکیت نهادی	institutional	-۰/۰۲۶	-۲/۸۷	۰/۰۰۸	-۰/۰۱	-۳/۸۷	۰/۰۰۰
وجوه نقد	cash	-۰/۰۹۶	-۳/۴۱	۰/۰۰۰	-۰/۲۷	-۴/۰۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	size	۰/۱۸۹	۲/۷۶	۰/۰۱۸	۰/۱۶۷	۴/۸۸	۰/۰۰۰
بازده دارایی	prof	-۰/۱۴	-۲/۵۸	۰/۰۲۱	-۰/۱۲	-۲/۴۶	۰/۰۳۶
بازده با یک وقفه	lag prof	-۰/۲۴	-۲/۸۱	۰/۰۰۹	-۰/۰۴۵	-۴/۹۶	۰/۰۰۰
پرداخت سود	payout	-۰/۱۱	-۲/۳۴	۰/۰۳۲	-۰/۰۴۵	-۲/۷۱	۰/۰۱
عرض از مبدا	β_0	۰/۱۳	۲/۶۸	۰/۰۱۷	۰/۱۸	۲/۶۳	۰/۰۱۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۱	آماره والد	۴۹/۵۲	۰/۱۹	آماره والد	۳۸/۷۴	سطح معنی داری
		سطح معنی داری	۰/۰۰۰		سطح معنی داری	۰/۰۰۰	
آزمون والد برای تفاوت ضرایب متغیر خانوادگی و غیر خانوادگی							
B1< B2		آماره f		۱۲/۹۹		سطح معناداری	
						۰/۰۰۰	

نتایج جدول ۴ نشان دهنده بهینه بودن مدل برای آزمون فرضیه است. آماره والد (۴۹/۵۲) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) مؤید معنادار بودن مدل برای آزمون فرضیه است. نتایج آزمون والد ریج نیز نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین جملات اخلاقی است. متغیر مالکیت خانوادگی به عنوان متغیر مستقل، اهرم مالی به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای بازده دارایی، بازده دارایی با یک وقفه، اندازه شرکت، پرداخت سود سهام و وجه نقد به عنوان متغیرهای کنترلی شناخته شدند. متغیر مالکیت خانوادگی با توجه به سطح معناداری (۰/۰۰۰) در جدول با متغیر اهرم مالی رابطه مثبت و مستقیم دارد. بین متغیرهای کنترلی بازده دارایی، بازده دارایی با یک وقفه، اندازه شرکت، پرداخت سود سهام و وجه نقد با اهرم مالی رابطه وجود دارد که بر اساس نتیجه این فرضیه ضریب تعیین این تحقیق ۰/۲۱ شد. متغیر مالکیت غیرخانوادگی با توجه به سطح معناداری (۰/۰۱۸) در جدول با متغیر اهرم مالی رابطه مثبت و مستقیم دارد. بین متغیرهای کنترلی بازده دارایی، بازده دارایی با یک وقفه، اندازه شرکت، پرداخت سود سهام و وجه نقد با اهرم مالی رابطه وجود دارد. که بر اساس نتیجه این فرضیه ضریب تعیین این تحقیق ۰/۱۹ شد. برای تأیید یا رد فرضیه از آزمون تفاوت ضرایب والد برای متغیر مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی استفاده شد. ضریب آزمون تفاوت ضرایب والد (۱۲/۹۹) و سطح معناداری آزمون تفاوت ضرایب والد (۰/۰۰۰) شد با توجه به سطح معناداری آزمون تفاوت ضرایب والد اهرم مالی در شرکت های خانوادگی کمتر از شرکت های غیرخانوادگی شد، فرضیه سوم پژوهش مورد تأیید قرار گرفت. در نتیجه شرکت های خانوادگی که وجوه نقد بیشتری در دسترس دارند، از اهرم مالی کمتری استفاده می کنند. شرکت های خانوادگی به دنبال سرمایه و وجه نقدی است که دسترسی راحت تر به آن وجود داشته باشد؛ بنابراین وجه نقد نگهداری شده بهترین منبع وجه نقد درون شرکت است؛ بنابراین شرکت های خانوادگی کمتر از اهرم مالی برای تأمین مالی استفاده می نمایند. نتایج این فرضیه با نتایج بدست آمده توسط جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶؛ لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۰؛ فارینها، ۲۰۰۳؛ آگراوال و ناگراجان، ۱۹۹۰؛ جنسن ۱۹۸۶؛ اندرسون و ریب، ۲۰۰۳؛ شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶؛ مولیانی و دیگران در سال ۲۰۱۶ همسو است.

با توجه به اینکه بین مالکیت خانوادگی و پرداخت سود سهام رابطه منفی وجود دارد به سرمایه گذاری که سیاست دریافت سود نقدی را دارند، سرمایه گذاری در شرکت های خانوادگی پیشنهاد نمی شود؛ به عبارت دیگر باید شرکت هایی که سود بیشتری را بین سهامداران تقسیم می کنند را انتخاب کنند. همچنین به سرمایه گذاران پیشنهاد می گردد که به نوع مالکیت و میزان پرداخت سود سهام در شرکت های سهامی توجه داشته باشند و سرمایه گذاران نهادی که به دنبال سرمایه گذاری بلندمدت و رشد و توسعه هستند، فرصت سرمایه گذاری خوبی برای آن ها در شرکت های خانوادگی فراهم است. با توجه به نتایج فرضیه سوم پژوهش و با توجه به بالا بودن نرخ بهره بانکی در ایران، کم بودن نرخ اهرم مالی در این شرکت ها از نظر سودآوری شاید به عنوان یک مزیت رقابتی برای این شرکت ها محسوب شود؛ بنابراین در یافتن فرصت های سرمایه گذاری می توان این نکته را در نظر گرفت.

منابع و مراجع

- [۱] امیدوار، علیرضا، ۱۳۸۹، حاکمیت شرکتی در شرکت های خانوادگی پاکستان، مرکز ترویج حاکمیت شرکتی، ص ۱۲۵.
- [۲] محمدی، محمد (۱۳۸۸). بررسی کیفیت سود شرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز.
- [3] Lau, J., Block, J.H..2015. Corporate payout policy in founder and family firms, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=2416874>, accessed January
- [4] Anderson, R.C., Reeb, D.M. 2003. Founding-family ownership, corporate diversification and firm performance, *J. Law Econ*, 46, 653-684.
- [5] Wang, D. 2006. Founding family ownership and earnings quality, *J. Account. Res.*, 44, 619-656.
- [6] Easterbrook, F. 1984. Two agency cost explanations of dividends, *Am. Econ. Rev.*, 74, 650-659.
- [7] Shleifer, A., Vishny, R. 1986. Large shareholders corporate control, *J. Polit. Econ*, 94, 461-488.
- [8] Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *Am. Econ. Rev.*, 76, 323-329.
- [9] Farinha, J. 2003. Dividend policy, corporate governance and managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis, *J. Bus. Financ. Account*, 30, 1173-1209.
- [10] Agrawal, A., Knoeber, C.R. 1996. Firm performance and mechanisms to control problems between managers and shareholders, *J. Financ. Quant. Anal.*, 31, 377-397.
- [۱۱] صفری گرایلی، مهدی. (۱۳۸۷). "بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی تهران، ص ۱۲۰-۱۴۵.
- [12] Jensen, M., Meckling, W.H. 1976. Theory of the company: managerial behavior agency costs and ownership structure, *J. Financ. Econ*, 3, 305-360.
- [13] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. 2000. Investor protection and corporate governance, *J. Financ. Econ*, 58, 3-27.
- [۱۴] ستایش، محمد حسین، ابراهیمی شهبلا (۱۳۹۳) "بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" سال ۶، شماره ۲ - (۱۳۹۳) | جلد ۶ شماره ۲ صفحات ۶۱-۷۴ | برگشت به فهرست نشریات
- [۱۵] هاشم زهی، شهاب، هاشم زهی منیره (۱۳۹۳) "بررسی ارتباط سرمایه گذاری، سودآوری، نسبت کیوتوبین و پرداخت سود سهام با اهرم مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" کنفرانس بین المللی اقتصاد، حسابداری، مدیریت و علوم اجتماعی (سال: ۱۳۹۳)
- [۱۶] احمدی، امیر حاجی، ولی نوری، محمد (۱۳۹۳) "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت با اهرم ها در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه. غیر دولتی - مؤسسه های آموزش عالی غیردولتی - غیرانتفاعی - مؤسسه آموزش عالی سمنگان - آمل - دانشکده مدیریت و حسابداری.
- [۱۷] بیابانی، شاعر؛ رضی کاظمی، ستاره (صغرا). ۱۳۹۲. ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال ششم، شماره بیستم، ص ۱۵-۲۸
- [18] Evy Mulyania, Harminder Singhb, Sagarika Mishra Ministry. 2016. Dividends, leverage, and family ownership in the emerging Indonesian market, *G Model INTFIN-853*; No. of Pages 14.
- [19] Carney, M., Gedajlovic, E. 2002. The coupling of ownership and control and the allocation of financial resources: evidence from Hong Kong, *J. Manag. Stud.*, 39 (1), 123-146.
- [20] Gonzalez, M., Molina, C.A and Pablo, E. 2010, Dividend Policy and Ownership Structure Latin America, *Universidad de los Andes (UNIANDES)*, vol. 21, pp: 1-20.
- [۲۱] ابریشمی، حمید؛ "اقتصاد سنجی کاربردی"، انتشارات دانشگاه تهران. ۱۳۸۱.
- [22] Chen, S., Chen, X., & Cheng, Q. 2008. Do family firms provide more or less voluntary disclosure?. *Journal of Accounting Research*, 46(3): 499-536.