

Business Groups and Pyramid Structure and Dividend Policy: Evidence from Iranian Firms

Mahdi Heidari

Assistant Professor of Economics and Finance Economics, TeIAs institute, Khatam University,
m.heidari84@gmail.com

Fatemeh Sadeghifard*

Master of Economics, TeIAs institute, Khatam University, fatemehsadeghifard97@gmail.com

Abstract

Purpose: The main purpose of this study is to investigate the effect of business groups on dividend policy of companies listed on the Tehran Stock Exchange, taking into account the ownership structure of companies and the pyramid structure of business groups formed in Iran .

Method: The statistical population of the present study is Tehran Stock Exchange. Based on the screening, the sample of this research includes 1679 observations from 441 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 1397-1393. The required data has been extracted from the site of the Tehran Securities Exchange and Securities and Exchange Organization.

Results: Consistent with the forecasts the results of this study show that the amount of dividends in companies affiliated to business groups is higher compared to independent companies. Also according to the results obtained in this study, among the companies affiliated to business groups, increase of voting rights of the final shareholder in group, the dividend paid by them increases. Also, in each of the business groups, companies located in the lower layers of the pyramid in the groups pay more dividends. In addition, the dividends paid by companies increase as the concentration of ownership in the hands of the largest shareholder or major shareholders increases.

Conclusion: From the results of this study, it is concluded that the formation of business groups and the pyramid structure of ownership formed between them can affect the dividend paid by the group member firms.

Contribution: These results can help investors who attach great importance to corporate dividends to choose a company to invest in. It can also help shareholders of companies to take advantage of the internal capital market formed among groups and to use the dividends of other companies with more liquidity to address the lack of liquidity of member companies.


Keywords: Dividends, Business Groups, Final Shareholder, Ownership Concentration, Pyramid Structure.

Research Article

Cite this article: Heidari & Sadeghifard (2022) Business Groups and Pyramid Structure and Dividend Policy: Evidence from Iranian Firms, Journal of Financial Accounting Knowledge, Vol.9, NO.3, Fall 2022, 149-177.

DOI: 10.30479/jfak.2022.15496.2866

Received on 5 May, 2021 **Accepted on** 28 June, 2022

© The Author(s). 

Publisher: Imam Khomeini International University.

Corresponding Author: Fatemeh Sadeghifard (fatemehsadeghifard97@gmail.com)

۱- مقدمه

سود تقسیمی شرکت‌ها و عوامل تأثیرگذار بر تصمیم پرداخت و میزان پرداخت سود، از موضوع‌هایی است که از دیرباز مورد توجه پژوهشگران قرار داشته است که از دو جنبه مهم قابل بحث است. از یک طرف تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی برای سرمایه‌گذاری‌های پیش‌روی شرکت می‌شود. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران خواهان تقسیم سود نقدی هستند. در پژوهش‌های قبل تأثیر عواملی از قبیل مرحله عمر شرکت، سودآوری، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نااطمینانی به جریان نقد و موارد دیگر بررسی شده است. در این پژوهش رفتار پرداخت سود تقسیمی شرکت‌ها با در نظر گرفتن ساختار مالکیت آن‌ها و وابسته بودن به گروه‌های کسب و کار، بررسی می‌شود. این رابطه طبق نظریه‌های مختلف به گونه‌ای متفاوت عمل می‌کند.

با توجه به نتایج پژوهش‌های سابق، این نکته وجود دارد که عدم تقارن اطلاعات، شکست بازار و عوامل مرتبط با آن زیر بنای چارچوب نظری پرداخت سود هستند، که می‌توانند تشکیل گروه‌های کسب و کار را توضیح دهند. خانا و پالپو (۲۰۰۰) با مطرح کردن نظریه شکست بازار^۱ بیان می‌کند که این نوع ساختار شرکت‌های وابسته به هم به این دلیل که قادر هستند با ایجاد بازار سرمایه داخلی بین شرکت‌ها، بر شکست بازار غلبه کنند، وجود دارند. به این صورت که ایجاد بازار سرمایه داخلی و تأمین مالی شرکت‌ها از آن، جایگزین تأمین مالی از بازار سرمایه خارجی می‌شود و با کاهش عدم تقارن اطلاعات بین شرکت‌ها و بازار در میان گروه‌ها (دونتر، ۲۰۰۱؛ ۹۴)، کارایی بازار بالا می‌رود. همچنین گروه‌های کسب و کار با ایجاد تنوع در تعداد صنایع، بر شکست بازار از طریق تنوع‌بخشی غلبه می‌کنند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که میزان سود تقسیمی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار در مقایسه با شرکت‌های مستقل بیشتر است.

استربروک (۱۹۸۴؛ ۶۵۶) استدلال می‌کند پرداخت سود سهام به طور بالقوه نقش مهمی در کاهش مشکلات نمایندگی ایفا می‌کند، زیرا سود سهام بالاتر احتمال استفاده از منابع مالی خارجی را افزایش می‌دهد که با توجه به نظارت و مدیریت نظم، مؤثرتر از تأمین مالی داخلی می‌باشد. توجه به این نکته که سیاست تقسیم سود تا چه اندازه بر کاهش مشکلات نمایندگی میان سهامداران و مدیران می‌تواند مؤثر باشد، به ساختار مالکیت و کنترل شرکت‌ها نیز بستگی دارد. مطالعات اخیر بر تضاد بالقوه منافع بین سهامداران کنترل‌کننده و سایر سهامداران تأکید دارند. اشلايفر و ویشنی (۱۹۹۷) استدلال می‌کنند که وقتی مالکان بزرگ، کنترل تقریباً کامل شرکت را بدست می‌آورند، ترجیح می‌دهند مزایای کنترل خصوصی که میان سهامداران اقلیت تقسیم نمی‌شود را برای خود ایجاد کنند. بنابراین شرکت‌های دارای سهامداران کنترل‌کننده بزرگ می‌توانند نوع دیگری از تضاد نمایندگی را میان سهامداران اقلیت و سهامداران کنترل و بزرگ، به

وجود آورند. از طرفی اشلايفر و ويشنی (۱۹۸۶؛ ۴۶۵) بیان می‌کنند که در حضور سهامداران بزرگ، اختیارات مدیریتی تا حدی می‌تواند محدود شود و هزینه‌های نمایندگی میان مدیران و سهامداران کاهش یابد، به این دلیل که سهامداران بزرگ توانایی و انگیزه‌های نظارت بر مدیران را دارند.

مانسینل (۲۰۰۶؛ ۲۷۴) بیان می‌کند که سطوح بالاتر حق رأی توسط بزرگترین سهامدار منجر به سود سهام کمتر می‌شود. بنابراین میزان تمرکز مالکیت و سلب مالکیت سهامداران اقلیت توسط سهامداران بزرگ نقش مؤثری بر سیاست پرداخت سود سهام دارد. طبق نتایج به دست آمده در این پژوهش، در میان شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار، با افزایش حق رأی و کنترل سهامدار نهایی شرکت‌های عضو گروه، سود تقسیمی پرداخت شده توسط آن‌ها افزایش می‌یابد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که با افزایش مالکیت سهامداران نهادی در شرکت و درصد مالکیت بیشتر سهامدار بزرگ و دومین سهامدار بزرگ (و به دنبال آن تمرکز مالکیت بیشتر) میزان سود پرداخت شده توسط شرکت‌ها افزایش می‌یابد. سهامداری هرمی یکی از پدیده‌های رایج در بازارهای درحال توسعه است که برای سهامدار این امکان را فراهم می‌کند که با داشتن سهم مشخصی از جریان نقدی یک شرکت، کنترل بیشتری روی آن شرکت به دست آورد و به عبارت دیگر، حق کنترل سهامدار از حق جریان نقدی (مالکیت) آن پیشی بگیرد.

یکی از عوامل تأثیرگذار بر میزان سود تقسیمی شرکت‌ها جایگاه آن‌ها در هرم است. در این پژوهش از متغیر جایگاه شرکت‌ها جهت آزمون این فرضیه استفاده شده است و جایگاه هر شرکت در هرم به طور مشخص اندازه‌گیری شده است. به این صورت که مقدار این متغیر برای سهامداران نهایی هر گروه برابر با یک بوده و به ترتیب برای شرکت‌های وابسته به سهامداران نهایی از طریق لینک‌های بیشتر افزایش می‌یابد. بنابراین هرچه مقدار این متغیر بیشتر باشد نشان دهنده طولانی‌تر بودن ساختار هرمی گروه و پایین‌تر بودن جایگاه شرکت در این هرم است. نتایج پژوهش حاکی از این است که در واقع با افزایش زنجیره کنترل و لایه‌های هرم‌های مربوط به گروه‌های کسب و کار، سود تقسیمی شرکت‌ها افزایش می‌یابد. در ایران پژوهش‌های فراوانی در حوزه سود تقسیمی و عوامل مؤثر بر آن با در نظر گرفتن مدل‌های متفاوت انجام شده است.

مهم‌ترین بخش نوآوری این پژوهش، بررسی سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در قالب گروه‌های کسب و کار همزمان با بررسی تأثیر ساختار مالکیت آن‌ها بر میزان سود تقسیمی و همچنین بررسی سیاست پرداخت سود در ساختار هرمی صورت گرفته میان شرکت‌های بورسی است. در ادامه در بخش دوم به بررسی پیشینه پژوهش پرداخته می‌شود و سپس در بخش سوم فرضیه‌ها و روش و متغیرهای مورد استفاده شرح داده شده است. در بخش چهارم به تحلیل نتایج تجربی مدل‌های مورد نظر پرداخته شده است و در نهایت در بخش پنجم نتایج کلی پژوهش آورده شده است.

۲- مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

سیاست پرداخت سود سهام و گروه‌های کسب و کار

همان‌طور که بیان شد عدم تقارن اطلاعات، نواقص بازار و عوامل مرتبط با آن که زیر بنای چارچوب نظری پرداخت سود هستند، می‌توانند تشکیل گروه‌های کسب و کار را توضیح دهند. خانا و پالپو (۲۰۰۰) با مطرح کردن نظریه شکست بازار بیان می‌کند که این نوع ساختار شرکت‌های وابسته به هم به این دلیل که قادر هستند با ایجاد بازار سرمایه داخلی بین شرکت‌ها، بر شکست بازار غلبه کنند، وجود دارند. به این صورت که ایجاد بازار سرمایه داخلی و تأمین مالی شرکت‌ها از آن، جایگزین تأمین مالی از بازار سرمایه خارجی می‌شود و با کاهش عدم تقارن اطلاعات بین شرکت‌ها و بازار در میان گروه‌ها (دونتر (۲۰۰۱))، کارایی بازار بالا می‌رود.

همچنین گروه‌های کسب و کار با ایجاد تنوع در تعداد صنایع، بر شکست بازار از طریق تنوع بخشی غلبه می‌کنند. سوالی که ایجاد می‌شود این است که پیامدهای تشکیل گروه‌های کسب و کار بر تصمیمات پرداخت سود شامل پرداخت یا عدم پرداخت و میزان پرداخت چگونه است. یک فرضیه می‌تواند این باشد که تشکیل گروه‌ها، اشتراک‌گذاری اطلاعات در داخل گروه را تسهیل می‌کند و در نتیجه اطلاعات نامتقارن را کاهش می‌دهد. همچنین گروه‌ها با تشکیل بازار سرمایه داخلی و تأمین مالی از این بازار سرمایه داخلی می‌توانند نواقص بازار را کاهش دهند. بنابراین، به نظر می‌رسد که در مقایسه با شرکت‌های مستقل، شرکت‌های وابسته به گروه کمتر به بازارهای رسمی سرمایه وابسته هستند و ممکن است همیشه بتوانند سود سهام خود را پرداخت کنند و نرخ پرداخت سود خود را حفظ کنند.

اما در مقابل وقتی گروه‌های کسب و کار یک بازار سرمایه مجازی داخلی ایجاد می‌کنند، شرکت‌های عضو برای دستیابی به امور مالی خارجی نیازی به استفاده از سیاست سود سهام برای سیگنال‌دهی به سود بالا ندارند. از این رو شرکت‌های وابسته به گروه ممکن است تصمیم به حذف سود سهام خود بگیرند یا اگر این کار را نکنند ممکن است نسبت پرداخت بهای آن‌ها نسبت به شرکت‌های مستقل کمتر باشد. مانوس (۲۰۱۳؛ ۴۹) سیاست پرداخت سود شرکت‌های عضو گروه و شرکت‌های مستقل را در هند بررسی کرده و نتیجه می‌گیرد که شرکت‌های وابسته به گروه نرخ پرداخت سود بالاتری دارند. استوارت مایرز در مقاله خود در سال ۱۹۸۴ به یک نظم تجربی اشاره می‌کند که شرکت‌ها استفاده از سرمایه داخلی خود را به تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهند. مایرز و ماجلوف (۱۹۸۵؛ ۱۸۹) این ایده را با عدم تقارن اطلاعات میان شرکت‌ها و بازار سرمایه را که باعث می‌شود تأمین مالی خارجی گران‌تر از تأمین مالی داخلی شود، توضیح می‌دهند. فرضیه بازار سرمایه داخلی بیان می‌کند که شرکت‌هایی که بازار سرمایه داخلی بزرگتری دارند از این مزیت برخوردار هستند که راحت‌تر وجوه دریافت کنند. همان‌طور که بیان شد چنین بازار سرمایه داخلی میان گروه‌های کسب و کار وجود دارد ولی در رابطه با عملکرد آن‌ها سوالات و

فرضیه‌های فراوانی وجود دارد. برای مثال برخی شواهد نشان می‌دهد که تشکیل چنین بازارهایی بهره‌وری استفاده از منابع را افزایش می‌دهد. دیگر شواهد نشان می‌دهد که این بازار ثروت را از شرکت‌هایی که میزان کمتری پول نقد دارند به شرکت‌های دیگر که مقدار قابل توجهی جریان نقد دارند، انتقال می‌دهد. انتقال منابع از طریق استفاده از فعالیت‌های مربوط به عملیات شرکت‌ها مانند انتقال قیمت^۳ یا فعالیت‌های مربوط به ترازنامه مانند وام درون گروهی، را نقل و انتقال درونی و پرداخت سود تقسیمی را انتقال خروجی^۴ از این بازار سرمایه داخلی در نظر می‌گیرند. اگر منابع طبق فرضیه انتقال درونی میان شرکت‌های وابسته به گروه جابه‌جا شوند، این شرکت‌ها سود سهام کمتری پرداخت می‌کنند.

در حالی که در سناریوی انتقال خروجی سود سهام به وضوح بیشتر خواهد بود. گلدمن (۲۰۱۷؛ ۶۰۳) رابطه این دو سناریو و پرداخت سود را میان شرکت‌های مستقل و انواع گروه‌های کسب و کار بررسی می‌کند و این نتیجه را می‌گیرد که شرکت‌های وابسته به گروه طبق فرضیه انتقال خارجی عمل می‌کنند و در مقایسه با شرکت‌های غیر وابسته سود بیشتری پرداخت می‌کنند. او با انجام آزمایشاتی هم در سطح گروه و هم در سطح شرکت، نشان می‌دهد که فرضیه انتقال خارجی با شواهد سازگارتر از انتقال درونی می‌باشد و با در نظر گرفتن هزینه کمتر انتقال داخلی، به طور غیر مستقیم ثابت می‌کند که شرکت‌هایی که متعلق به گروه‌های بزرگ‌تر و متمرکزتر هستند احتمالاً از انتقال داخلی در حد بیشتری استفاده می‌کنند. در رابطه با پیشینه پژوهش‌های انجام شده در حوزه عوامل مؤثر بر سود تقسیمی شرکت‌ها در ایران، جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴؛ ۴۰) در پژوهشی به شناسایی و تبیین عوامل مؤثر تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌ها پرداختند و یافته آن‌ها نشان داده است که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. آن‌ها نظریه علامت دهی را تأیید کرده و بیان کردند که اگر شرکتی از رشد سود بالایی برخوردار باشد، انتظار می‌رود که بازده نقدی آن نیز بالا باشد. همچنین اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت را از عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود نشان دادند. ایزدی‌نیا و علی‌نقیان (۱۳۹۰؛ ۳۲) با استفاده از مدل لاجیت به شناسایی مؤثر بر سود تقسیمی در یک دوره هشت ساله از سال ۱۳۸۷-۱۳۸۰ پرداختند. مدل نهایی آن‌ها که به صورت لاجیت با رویکرد پانل و با اثر ثابت تخمین زده شده بود، نشان داد از بین عوامل مورد بررسی، نااطمینانی به جریان نقد، مرحله عمر شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری شرکت بر پرداخت سود تقسیمی اثر گذار هستند. قلی‌پور خانقاه (۱۳۹۷؛ ۱۵۸) به بررسی ثبات در سیاست‌های سود نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت و به این منظور با استفاده از مدل تعدیل شده لیتنر و با رویکرد تحلیل داده‌های ادغام شده نشان داد که میزان پرداختی سود نقدی در دوره قبل به طور معناداری یکی از تعیین‌کننده‌های سیاست سود نقدی جاری شرکت‌ها بوده است. در رابطه با تأثیر گروه‌های کسب و کار بر سود تقسیمی، پور حیدری

و دلداری (۱۳۹۱؛ ۷۷) به بررسی تأثیر گروه‌های کسب و کار بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیون توبیت پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که میزان سود تقسیمی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار در مقایسه با شرکت‌های مستقل کمتر است و همچنین میزان سود تقسیمی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها بالاتر است. کلیچ (۱۳۹۰) نیز، در پژوهشی به بررسی اثر گروه‌های کسب و کار بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار پرداخته است و نتایج پژوهش او نشان می‌دهد که عضویت در گروه‌های کسب و کار بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و رفع محدودیت جریان تأمین مالی آن‌ها مؤثر بوده است. فرضیه اول: درصد سود تقسیمی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار بیشتر از شرکت‌های مستقل است.

تئوری نمایندگی و ساختار مالکیت شرکت‌ها و سیاست پرداخت سود سهام

نظریه نمایندگی توسط روزف (۱۹۸۲) و استربروک (۱۹۸۴) بیان شده است و بر نقش سود سهام در کنترل روابط نمایندگی میان سهامداران و مدیران تأکید می‌کند. استدلال می‌شود که پرداخت سود سهام، شرکت را مجبور می‌کند تا وجوه اضافی خود را در بازار سرمایه جمع کند و از این طریق شرکت را در معرض نظم بازار قرار می‌دهد و زمینه درگیری‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. استربروک (۱۹۸۴؛ ۶۵۶) استدلال می‌کند پرداخت سود سهام به طور بالقوه نقش مهمی در کاهش مشکلات نمایندگی ایفا می‌کند زیرا سود سهام بالاتر احتمال استفاده از منابع مالی خارجی را افزایش می‌دهد که با توجه به نظارت و مدیریت نظم، مؤثرتر از تأمین مالی داخلی می‌باشد. علاوه بر این مایرز (۱۹۹۷) بیان می‌کند که رابطه نمایندگی میان سهامداران و دارندگان اوراق قرضه^۵ ممکن است در سیاست تقسیم سود شرکت منعکس شود. مطابق این دیدگاه سهامداران می‌توانند ثروت را از دارندگان اوراق قرضه سلب کنند به این معنی که با پرداخت بیش از حد سود، این سود را از طریق کاهش سرمایه‌گذاری یا صدور بدهی جدید تأمین کنند.

این به نوبه خود نشان‌دهنده رابطه منفی میان پرداخت سود سهام و مشکلات نمایندگی برای آن دسته از شرکت‌هایی می‌باشد که بیشتر مستعد ابتلا به این نوع از مشکل نمایندگی هستند. مشکلات نمایندگی دیگر بر اساس این دیدگاه است که منافع سهامداران و مدیران به طور بالقوه در تضاد هستند، زیرا مدیران تمایل دارند که با صرف سود سهام در مصارف خود، نه الزاماً پرداخت به سهامداران، با منافع خودشان به هزینه سهامداران رفتار کنند. جنسن (۱۹۸۶) پیشنهاد می‌کند که پرداخت سود سهام با محدود کردن بودجه اختیاری در اختیار مدیران می‌تواند این مشکل نمایندگی را کنترل کند. توجه به این نکته که سیاست تقسیم سود تا چه اندازه بر کاهش مشکلات نمایندگی میان سهامداران و مدیران می‌تواند مؤثر باشد، به ساختار مالکیت و کنترل شرکت‌ها نیز بستگی دارد. مطالعات اخیر بر تضاد بالقوه منافع بین سهامداران کنترل‌کننده و سایر

سهامداران تاکید دارند. اشلايفر و ويشنى (۱۹۹۷) استدلال می‌کنند که وقتی صاحبان بزرگ، کنترل تقریباً کامل شرکت را بدست می‌آورند، ترجیح می‌دهند مزایای کنترل خصوصی که میان سهامداران اقلیت تقسیم نمی‌شود را برای خود ایجاد کنند. بنابراین شرکت‌های دارای سهامداران کنترل‌کننده بزرگ می‌توانند نوع دیگری از تضاد نمایندگی را، یعنی سلب مالکیت سهامداران اقلیت توسط سهامداران کنترل و بزرگ، به وجود آورند.

از طرفی اشلايفر و ويشنى (۱۹۹۶) بیان می‌کند که در حضور سهامداران بزرگ، اختیارات مدیریتی تا حدی می‌تواند محدود شود و هزینه‌های نمایندگی میان مدیران و سهامداران کاهش یابد، زیرا سهامداران بزرگ توانایی و انگیزه‌های نظارت بر مدیران را دارند. پس این به نوبه خود نقش سیاست پرداخت سود سهام در برطرف کردن مشکلات نمایندگی بین مدیران شرکت‌ها و سهامداران خارجی را کم می‌کند. در کشورهایی که ساختار مالکیت متمرکز دارند سهامداران برای نظارت و نظم و انضباط مدیران بهتر آماده هستند و از این رو ممکن است عواقب درگیری بالقوه بین مدیران و سهامداران مهم نباشد و به نظر می‌رسد مشکل نمایندگی اصلی اختلاف نظر میان سهامداران بزرگ کنترل‌کننده و سهامداران اقلیت باشد. مطالعات اخیر بر تضادهای احتمالی عدم علاقه بین سهامداران کنترل و سایر سهامداران تاکید دارند. مانسینل (۲۰۰۶؛ ۲۷۴) بیان می‌کند که سطوح بالاتر حق رای توسط بزرگترین سهامدار منجر به سود سهام کمتر می‌شود.

همچنین فاشیو و لاری (۲۰۰۰) نشان می‌دهند که نسبت پرداخت سود سهام هنگامی که چندین سهامدار بزرگ وجود دارد در اروپا بالاتر از آسیا می‌باشد که نشان‌دهنده این موضوع است که آن‌ها سلب مالکیت را در اروپا تضعیف می‌کنند، اما آن را در آسیا شدت می‌دهند. با این حال در چارچوب آلمان گاگلر (۲۰۰۳) بیان می‌کند که دارایی بزرگتر از سهامدار بزرگ دوم، نسبت پرداخت سود سهام را افزایش می‌دهد. بنابراین میزان تمرکز مالکیت و سلب مالکیت سهامداران اقلیت توسط سهامداران بزرگ نقش مؤثری بر سیاست پرداخت سود سهام دارد. هولدرنس (۲۰۰۳) این مسأله را بیان می‌کند که سهامداران بزرگ انگیزه و فرصتی برای مصرف مزایای شرکت برای محرومیت سهامداران کوچکتر دارند، به خصوص هنگامی که یک سهامدار بزرگ در مدیریت شرکت فعال است. در نتیجه سهامداران بزرگ ممکن است انگیزه‌ای برای افزایش مقدار وجوه تحت کنترل خود برای مصرف مزایای خصوصی با هزینه سهامداران اقلیت داشته باشند. بنابراین این احتمال وجود دارد که شرکت‌هایی با سهامداران بزرگ نسبت به بقیه سود کمتری پرداخت کنند. مطالعات اخیر توضیحات گسترده‌ای از مشکلات نمایندگی مؤثر بر سود تقسیمی ارائه می‌دهند. لاپرتا (۲۰۰۰) تاکید می‌کند که شرکت‌های مدرن با تضاد منافع میان خودی^۶ شرکت‌ها و سهامداران بیرونی مطرح می‌شوند و مفهوم خودی‌ها از کشوری به کشور دیگر متفاوت است. در کشورهایی با قانون عمومی^۷ که مالکیت شرکت‌ها پراکنده است، نقش خودی توسط مدیران بازی می‌شود در حالی که در کشورهای با قانون مدنی^۸ جایی که مالکیت بسیار متمرکز

است، سهامداران کنترل‌کننده خودی شرکت‌ها هستند، زیرا می‌توانند به طور مؤثر مدیران را کنترل کنند. لاپرتا (۲۰۰۰) استدلال می‌کند که سیاست سود سهام در کشورهای با سطح متفاوت از حفاظت از حقوق سهامداران اقلیت، متفاوت است. در واقع آن‌ها یافتند که شرکت‌هایی که در کشورهای با قانون مدنی فعالیت می‌کنند سود کمتری نسبت به شرکت‌هایی که در کشورهای با قانون عمومی (جایی که حفاظت قانونی به طور کلی بالاتر است) هستند، پرداخت می‌کنند که این می‌تواند نشان دهنده نقش مؤثر مشکلات نمایندگی بر سیاست سود سهام باشد.

در رابطه با ساختار مالکیتی شرکت‌ها، ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۹: ۴۴)، به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت‌مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نشان دادند که مالکیت شرکتی و استقلال هیئت‌مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور منفی، سود تقسیمی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در همین راستا کرمی و همکاران (۱۳۸۹: ۱۲۱) با در نظر گرفتن تئوری‌های علامت‌دهی و نمایندگی به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها پرداختند و برای آزمون ارتباط بین سود تقسیمی و مالکیت نهادی، از سه مدل رگرسیونی استفاده کرده و نتایج آن‌ها بیانگر وجود رابطه منفی بین سهامداران نهادی و سود سهام پرداختنی و تأیید نظریه علامت‌دهی بود. آورپور (۱۳۹۷) با انجام پژوهشی با عنوان بررسی اثر تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با بررسی ۵۸ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۷، رابطه مثبتی میان تمرکز مالکیت و سود هر سهم شرکت‌ها یافت.

فرضیه دوم: در میان شرکت‌های وابسته به گروه، شرکت‌های با درصد کنترل بیشتر توسط سهامداران نهایی، سود بیشتری پرداخت می‌کنند.

ساختار هرمی مالکیت شرکت‌ها و سود تقسیمی

سهامداری هرمی یکی از پدیده‌های رایج در بازارهای درحال توسعه است و از یک سو به سهامدار این امکان را می‌دهد با داشتن سهم مشخصی از جریان نقدی یک شرکت، کنترل بیشتری روی آن شرکت به دست آورد و به عبارت دیگر، حق رأی سهامدار از حق جریان نقدی (مالکیت) آن پیشی بگیرد. از طرفی در صورت ضعف بازارها و نهادهای مالی، شرکت‌ها می‌توانند با ایجاد روابط سهامداری با سایر شرکت‌ها، بر مشکلات ناشی از ضعف بازار مالی و دسترسی به منابع مالی فایز آیند. یکی از فرضیه‌هایی که همیشه با تشکیل ساختار هرمی میان شرکت‌ها به وجود می‌آید، فرضیه سلب مالکیت سهامداران کنترل از سهامداران اقلیت است. خصوصاً امکانات غنی برای سلب مالکیت زمانی ایجاد می‌شود که یک شرکت به گروهی از شرکت‌ها وابسته باشد و همه تحت کنترل یک سهامدار مشابه باشند.

همچنین ثروت شرکت می‌تواند توسط خودیانی که شرایط ناعادلانه‌ای برای فروش درون گروهی کالاها و خدمات و انتقال دارایی‌ها و سهام کنترل دارند، سلب مالکیت شود. سود سهام

نقش اساسی در محدود کردن سلب مالکیت خودی‌ها دارد زیرا ثروت شرکت را از کنترل خودی‌ها حذف می‌کند. این دیدگاه از سود سهام توسط لاپرتا (۲۰۰۰) گرفته شده است که گزارش می‌دهد که سود سهام بالاتر توسط شرکت‌هایی با حمایت قانونی قوی از سهامداران اقلیت پرداخت می‌شود. آن‌ها در تجزیه تحلیل چند کشوری خود دریافتند که با افزایش نفوذ حقوقی سهامداران اقلیت، شرکت‌ها سود سهام بیشتری را پرداخت می‌کنند. یعنی سهامداران اقلیت می‌توانند روی شرکت تأثیر بگذارند و به خودی شرکت‌ها فشار آورده تا پول نقد را پرداخت کنند.

به دنبال پژوهش لاپرتا، فاشیو و همکاران (۲۰۰۰) استدلال می‌کنند که نرخ سود سهام به میزان سلب مالکیت سهامداران اقلیت توسط سهامداران کنترل بستگی دارد، که با اختلاف بین حق مالکیت سهامدار کنترل‌کننده^۹ و حق کنترل^{۱۰} آن، مقدار قدرت سهامداران کنترل در سلب مالکیت سهامداران اقلیت سنجیده می‌شود. پایین بودن نرخ^{۱۱} O/C نشان می‌دهد که شرکت از طریق زنجیره‌ی طولانی از شرکت‌های واسطه کنترل می‌شود، یعنی شرکتی که در راس هرم قرار دارد فرصت‌های زیادی برای معاملات درون گروهی جهت سلب مالکیت از سهامداران اقلیت دارد. این نشان می‌دهد که شرکتی با نرخ O/C پایین سود سهام کمتری پرداخت می‌کند، به این دلیل که سهامداران کنترل به دنبال کنترل منابع شرکت هستند.

همانطور که گفته شد برای شرکت‌هایی که با محدودیت‌های تأمین مالی خارجی روبرو هستند، ایجاد یک ساختار هرمی یک بازار سرمایه داخلی ایجاد کرده و وابستگی به تأمین مالی خارجی را، که هزینه سرمایه آن بیشتر است، کاهش می‌دهد. مطالعات قبلی در مورد بازارهای داخلی سرمایه به این نتیجه رسیده‌اند که ساختارهای هرمی می‌توانند بازارهای داخلی کارآمدتر تولید کنند، بدین معنی که ممکن است منابع مالی بین شرکت‌های موجود در هرم تخصیص یابد تا با استفاده از منابع مالی موجود کارایی سرمایه در دسترس بیشتر شود. در واقع اینکه سرمایه‌گذاری‌ها با کارایی بیشتری نسبت به یک شرکت مستقل انجام شود مورد بحث و جدال است، اما در اینکه منابع مالی موجود بیشتر مورد استفاده قرار می‌گیرد، بحثی وجود ندارد. استین (۱۹۹۷) بیان می‌کند که با افزایش اندازه هرم، بازار داخلی سرمایه در تخصیص بودجه در واحدها قدرتمندتر می‌شود. طول زنجیره کنترل اندازه هرم را نشان می‌دهد. اگر زنجیره‌های کنترل طولانی‌تر باشد، استفاده بالاتری از وجوه قابل سرمایه‌گذاری در بین شرکت‌های درون هرم صورت می‌گیرد و بنابراین وجوه مازاد شرکت‌هایی با جریان نقد بالا می‌تواند از طریق پرداخت سود به سایر شرکت‌هایی با وجوه کمتر مورد استفاده قرار گیرد. در واقع سود سهامی که توسط شرکت مستقل پرداخت می‌شود توسط سایر شرکت‌ها در هرم مورد استفاده قرار می‌گیرد. بنابراین تحت فرضیه بازار سرمایه داخلی، با افزایش طول زنجیره سود سهام بیشتری پرداخت می‌شود.

باردرفورد (۲۰۱۳؛ ۴۵۶) این رابطه را میان هرم‌های تشکیل شده در کشور چین بررسی کرده و نشان می‌دهد که در چین زنجیره‌های کنترل طولانی‌تر، سطح کمتری سود سهام پرداخت

می‌کنند. از طرفی سهامداران عقلانی ریسک زیادی را به سلب مالکیت توسط سهامداران کنترل شرکت‌ها در شرکت‌های با نرخ O/C پایین نسبت می‌دهند و ارزش کمتری را به سهام آن‌ها می‌دهند و تمایل کمتری به تأمین سرمایه دارند. بنابراین اگر مشکلات نمایندگی در اثر کم بودن نرخ O/C پایین، زیاد باشد، سهامداران نهایی می‌توانند برای حفظ اعتماد سهامداران اقلیت، تعهد به نرخ سود بالا بدهند و در نتیجه ارزش بازاری سهام خود و دسترسی آینده به سرمایه را حفظ کنند. لاپرتا (۲۰۰۰) بیان می‌کند وقتی طول زنجیره کنترل طولانی‌تر می‌شود سهامداران نهایی می‌توانند بدون اینکه شناخته شوند از سهامداران اقلیت سلب مالکیت کنند و به دنبال آن ثروت بین سهامداران اقلیت کاهش یافته، پس شرکت‌هایی که در چنین ساختارهای هرمی قرار می‌گیرند برای شهرت عدم سوء استفاده از سرمایه سهامداران اقلیت، سود پرداخت می‌کنند. بنابراین طبق رویکرد دوم نیز، سود تقسیمی به طور مثبت با اندازه هرم در ارتباط است. در این پژوهش از متغیر جایگاه شرکت‌ها به جای نسبت حق مالکیت به حق کنترل سهامدار نهایی استفاده شده است و جایگاه هر شرکت در هرم به طور مشخص اندازه‌گیری شده است. بدین صورت که مقدار این متغیر برای سهامداران نهایی هر گروه برابر با یک بوده و به ترتیب برای شرکت‌های وابسته به سهامداران نهایی از طریق لینک‌های بیشتر افزایش می‌یابد. بنابراین هرچه مقدار این متغیر بیشتر باشد نشان دهنده طولانی‌تر بودن ساختار هرمی گروه و پایین‌تر بودن جایگاه شرکت در این هرم است.

فرضیه سوم: شرکت‌هایی که در گروه‌های کسب و کار توسط زنجیره بزرگ‌تر کنترل می‌شوند سود بیشتری پرداخت می‌کنند.

۳- روش‌شناسی

به دلیل اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری استفاده شود، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. متغیر وابسته پژوهش نسبت پرداخت سود سهام شرکت‌ها است و از آنجا که شرکت‌ها یا سود تقسیمی مثبت داشته و یا سود تقسیمی صفر دارند، و به عبارتی سود تقسیمی منفی بی‌معنا است، از این رو مدل حداقل مربعات معمولی مناسب نیست. در این پژوهش، برای بررسی تأثیر گروه‌های کسب و کار و ساختار مالکیت شرکت‌ها از مدل رگرسیون توییت استفاده شده است. مدل توییت یک مدل رگرسیون خطی چندگانه برای داده‌های ادغام شده (پانل) است که توسط جیمز توبین در سال ۱۹۸۵ برای توصیف رابطه بین یک متغیر وابسته غیرمنفی y_{it} و متغیرهای مستقل x_{it} ایجاد شده است. در این مدل، در نظر گرفته می‌شود که یک متغیر غیرقابل مشاهده^{۱۲} مانند y_{it}^* در مدل وجود دارد که این متغیر به شکل خطی به متغیر x_{it} وابسته است. بنابراین رابطه زیر را داریم:

$$y_{it}^* = \alpha + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر y_{it}^* برابر با متغیر غیر قابل مشاهده خواهد بود هر جا که این متغیر بیشتر از صفر باشد و در غیر این صورت برابر با صفر خواهد بود.

$$y_{it}^* = 0 \text{ اگر } y_{it} = y_{it}^*$$

$$y_{it}^* \leq 0 \text{ اگر } y_{it} = 0$$

از آنجا که ممکن است عدم پرداخت سود توسط برخی شرکت‌ها در نمونه پژوهش، تخمین رگرسیون حداقل مربعات معمولی را منحرف و ناسازگار کند، بررسی پیشینه پژوهش نشان می‌دهد که استفاده از مدل توییت مرسوم تر است. همچنین جهت بررسی تأثیر گروه‌های کسب و کار بر تصمیم پرداخت و عدم پرداخت سود، از مدل لاجیت استفاده شده است. زمانی که از مدل رگرسیون توییت چند متغیره استفاده می‌شود، با استفاده از آزمون والد می‌توان معناداری کل مدل را تعیین کرد و اگر مقدار احتمال حاصل از آزمون کمتر از ۵ درصد باشد، می‌توان نتیجه گرفت که کل مدل رگرسیون مورد بررسی معنادار است. همچنین در رگرسیون توییت، چون R^2 پایایی و اعتبار کافی ندارد، از شاخصی با عنوان نیکویی برازش^{۱۳} برای سنجش معیار نیکویی برازش مدل استفاده می‌شود. در نهایت برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزارهای پایتون^{۱۴} و استاتا^{۱۵} استفاده شده است.

مدل‌های پژوهش

مدل‌های مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش منطبق با مدل‌های پژوهش مانسینل (۲۰۰۶) به شرح زیر است:

مدل (۱)

$$PAYOUT_{it} = \alpha + \beta_1 GROUP_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 payout_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲)

$$PAYOUT_{it} = \alpha + \beta_1 VotingrightsI_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۳)

$$PAYOUT_{it} = \alpha + \beta_0 VotingrightsI_{it} + \beta_1 Position_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

جهت آزمون فرضیه اول از مدل ۱ استفاده شده است. به این صورت که اگر ضریب متغیر مجازی گروه مثبت و معنادار باشد، درصد سود تقسیمی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار بیشتر از شرکت‌های مستقل است. از مدل دو برای آزمون فرضیه دوم استفاده می‌شود. اگر ضریب متغیر حق رای بزرگترین سهامدار نهایی مثبت و معنادار باشد به این معنی است که در میان شرکت‌های وابسته به گروه، شرکت‌های با درصد کنترل بیشتر توسط سهامداران نهایی، سود بیشتری پرداخت می‌کنند. در نهایت جهت آزمون فرضیه سوم از مدل سه استفاده شده است. در

بررسی تأثیر گروه‌های کسب و کار و ساختار هرمی مالکیت شرکت‌ها بر سود تقسیمی آن‌ها/۱۶۱

صورتی که ضریب متغیر جایگاه شرکت‌ها، مثبت و معنادار شود، شرکت‌هایی که در گروه‌های کسب و کار توسط زنجیره بزرگ تر کنترل می‌شوند سود بیشتری پرداخت می‌کنند.

متغیرهای مورد استفاده برای مدل

متغیرهای مورد استفاده برای سود تقسیمی

نسبت سود تقسیمی سهام به سود شرکت^{۱۶}: لازم به ذکر است که سود شامل سود پس از مالیات و بهره می‌شود.

نسبت سود تقسیمی به ارزش بازاری^{۱۷}: در میان تمامی نسبت‌های مورد استفاده برای سود تقسیمی، نسبت سود تقسیمی به سود شرکت رایج‌ترین نسبت مورد استفاده است. با این حال با توجه به شیوه‌های حسابداری و مشکل بالقوه دستکاری صورت‌های مالی و احتمال اختلاف بین سود ذکر شده با میزان سود واقعی شرکت‌ها، از نسبت سود تقسیمی به ارزش بازاری هر سهم نیز استفاده شده است.

متغیرهای توضیحی مربوط به ساختار مالکیت

متغیر $Voting_rights_{it}$ نشان دهنده حق رأی بزرگ‌ترین سهامدار نهایی است. این متغیر، متغیر اصلی پژوهش برای بررسی ساختار مالکیت است که برابر با حق رای مستقیم و غیر مستقیم توسط سهامدار نهایی برای سهامداران با مالکیت بیشتر از ۱ درصد سهام شرکت، در هر گروه است.

متغیر مجازی $Group_{it}$ هنگامی که شرکت وابسته به گروه باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با است.

متغیر $Position_{it}$ نشان دهنده این است که شرکت توسط چند پیوند به مالک نهایی گروه وصل می‌شود. بنابراین هر چقدر مقدار این متغیر بیشتر باشد یعنی شرکت در قسمت‌های پایین تر هرم در هر گروه قرار گرفته است.

متغیر $Institutional_{it}$ نشان دهنده حق مالکیت کلیه سهامدارانی است که مالک بیش از یک درصد از سهام شرکت هستند.

متغیر مجازی $dummy_two_owner_{it}$ برابر با یک می‌باشد اگر دومین سهامدار بزرگ دارای حق مالکیت بزرگتر از ۱۰ درصد باشد و در غیر این صورت برابر با صفر می‌شود.

متغیر مجازی $dummy_large_owner_{it}$ زمانی که بزرگترین سهامدار مالکیت بیشتر از ۵۰ درصد سهام شرکت را داشته باشد برابر با یک بوده و در غیر این صورت صفر است.

متغیرهای کنترل

به منظور کنترل سایر عوامل احتمالی مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت، که با متغیرهای مستقل در نظر گرفته نشده است، متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی و نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری و همچنین سیاست تقسیم سود سال گذشته شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است.

متغیر خاص شرکت شامل $SIZE_{it}$ که با لگاریتم طبیعی از دارایی کل شرکت اندازه‌گیری می‌شود. به طور کلی شناخته شده است که شرکت‌های بزرگتر پرداخت‌های بیشتری دارند. فاما و فرنچ (۲۰۰۱) در تحلیل تجربی خود از پرداخت سود شرکت‌های آمریکایی نشان دادند که پرداخت کنندگان سود سهام بسیار بزرگتر از شرکت‌های غیر پرداخت‌کننده هستند. بنابراین رابطه مثبت بین اندازه شرکت و نسبت پرداخت، پیش‌بینی می‌شود.

$Leverage_{it}$ نشان دهنده اهرم مالی شرکت است که توسط نسبت مجموع بدهی‌های مالی به دارایی خالص به دست می‌آید. به دنبال تئوری جریان نقد آزاد جنسن (۱۹۸۶)، بدهی مالی شرکت و سود تقسیمی می‌توانند به عنوان جایگزین در کنترل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان نقدی عمل کنند. بنابراین مطابق با مطالعات قبل، انتظار رابطه منفی میان این متغیر و سود تقسیمی وجود دارد به این دلایل که شرکت‌های با بدهی مالی بیشتر ملزم به پرداخت بهره بیشتر به وام‌دهندگان بوده و همچنین طلبکاران شرکت به دنبال جلوگیری از انتقال ثروت به سهامداران هستند.

$Growth_{it}$ برای کنترل فرصت‌های رشد شرکت، که با نسبت ارزش بازاری به دفتری اندازه‌گیری می‌شود. این متغیر به این منظور وارد مدل می‌شود که این امکان وجود دارد که شرکت برای تأمین مالی پروژه‌های خود نیاز به حفظ درآمد داشته باشد و این امر بر میزان سود تقسیمی تأثیر بگذارد. بنابراین انتظار می‌رود که ضریب این متغیر منفی باشد.

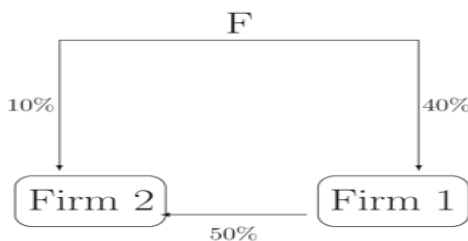
متغیر مجازی $payout_{it-1}$ که برابر با یک است اگر شرکت در سال قبل سود پرداخت کرده باشد و در غیر اینصورت برابر با صفر است، به منظور بررسی نظریه چسبندگی سود تقسیمی بیان شده توسط لیتنر (۱۹۵۶) به مدل وارد شده است.

انتخاب نمونه و منابع گردآوری داده

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ هستند. شرکت‌هایی که در زمره شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مالی و بانکی و بیمه بوده‌اند، به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت آن‌ها در نمونه ما قرار نگرفته‌اند. همچنین شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نبوده است از نمونه ما حذف شده‌اند. در نهایت شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز پژوهش به طور کامل برای آن‌ها وجود داشته است شامل ۴۴۱ شرکت در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ می‌باشند.

اطلاعات مربوط به میزان سود تقسیمی شرکت‌ها و داده‌های ترازنامه‌ای آن‌ها از سایت سامانه جامع اطلاع رسانی ناشران به آدرس www.codal.ir استخراج شده است. داده‌های مربوط به مالکیت شرکت‌ها از آدرس بورس اوراق بهادار تهران (TSE) استخراج شده است. از آنجا که در ایران ما گروه‌های کسب و کار از پیش تعریف شده‌ای وجود ندارد بنابراین در مرحله اول باید این گروه‌های کسب و کار تشکیل داده شود. به این منظور از روش آلمیدا و همکاران (۲۰۱۱) استفاده شده است. این روش بررسی از بالا به پایین گروه‌های کسب و کار است. به این معنی که از مجموعه صاحبان نهایی، مجموعه‌ای از شرکت‌های زیر مجموعه و تشکیل‌دهنده ایجاد شده است. در این روش آستانه کنترل نقش حیاتی را ایفا می‌کند. شرط لازم برای اینکه شرکت در مجموعه‌ای از شرکت‌های وابسته به یک مالک نهایی خاص قرار بگیرد این است که صاحب نهایی به طور مستقیم یا غیر مستقیم در آن شرکت حق رای داشته باشد. در مقاله ذکر شده الگوریتم‌هایی برای محاسبه دقیق حق کنترل و حق جریان نقدی در گروه‌های مختلف در هریک از اجزای آن‌ها بیان شده است. در این پژوهش از آستانه کنترل ۴۰ درصد استفاده شده است. روش محاسبه کامل در پژوهش علی‌آبادی (۲۰۲۰) شرح داده شده است. در مثال زیر شیوه حساب کردن مقادیر مربوط به متغیرهای مربوط به مالکیت شرح داده شده است.

همانطور که مشاهده می‌شود سهامدار نهایی F، به صورت مستقیم مالکیت ۴۰ درصد از شرکت یک و مالکیت ۱۰ درصد از شرکت دوم را در دست دارد. همچنین سهامدار نهایی از طریق شرکت



یک، در شرکت دوم، ۵۰ درصد مالکیت غیر مستقیم دارد. بنابراین حق مالکیت سهامدار نهایی در شرکت اول به میزان ۴۰ درصد و در شرکت دوم، ۳۰ درصد است.

$$40\% = \text{حق مالکیت سهامدار نهایی شرکت 1}$$

$$30\% = 10\% + (40\% \times 50\%) = \text{حق مالکیت سهامدار نهایی شرکت 2}$$

همچنین از آنجایی که سهامدار نهایی از طریق یک لایه مالکیت شرکت اول را در دست دارد، جایگاه شرکت اول برابر با یک می‌شود ولی مقدار این متغیر برای شرکت دوم برابر با $1/7$ است.

$$1 = \text{جایگاه شرکت 1}$$

$$7/1 = \frac{1/0}{3/0} \times 1 + \frac{2/0}{3/0} \times 2 = \text{جایگاه شرکت 2}$$

در نهایت حق کنترل سهامدار نهایی در شرکت اول برابر با ۴۰ درصد از طریق مالکیت مستقیم و در شرکت دوم برابر با ۵۰ درصد (۱۰ درصد به صورت مستقیم و ۵۰ درصد غیر مستقیم از طریق شرکت اول) است.

$$40\% = \text{حق رأی سهامدار نهایی شرکت 1}$$

$$60\% = 10\% + 50\% = \text{حق رأی سهامدار نهایی شرکت 2}$$

۴- یافته‌ها

آمار توصیفی

ابتدا به بررسی رفتار پرداخت سود تقسیمی و میزان آن در شرکت‌های مستقل و شرکت‌های وابسته به گروه پرداخته شده است. خلاصه آماری مربوط به متغیرهای مدل (۱) در سال ۱۳۹۷ در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	انحراف معیار	میانه	چارک اول	چارک سوم
همه شرکت‌ها					
تعداد شرکت‌ها	۳۶۸				
نسبت سود به درآمد	۰/۵۵	۰/۳۶	۰/۶۰	۰/۲۰	۰/۸۷
نسبت سود به ارزش بازار	۰/۰۷	۰/۰۷	۰/۰۶	۰/۰۱	۰/۱۱
اهرم مالی	۰/۴۷	۰/۲۲	۰/۵۰	۰/۳۱	۰/۶۳
اندازه	۱۴/۹۷	۱/۶۴	۱۴/۷۰	۱۴/۰۰	۱۵/۸۰
رشد	۳/۳۶	۳/۹۳	۲/۷۴	۱/۸۳	۲/۷۷
شرکت‌های وابسته به گروه					
تعداد شرکت‌ها	۲۲۹				
نسبت سود به درآمد	۰/۶۱	۰/۳۳	۰/۷۰	۰/۳۴	۰/۹۰
نسبت سود به ارزش بازار	۰/۰۹	۰/۰۷	۰/۰۸	۰/۰۲	۰/۱۳
اهرم مالی	۰/۴۸	۰/۲۲	۰/۵۱	۰/۳۴	۰/۶۵
اندازه	۱۵/۱۱	۱/۵۴	۱۴/۸۲	۱۴/۱۱	۱۵/۸۶
رشد	۳/۳۱	۴/۶۰	۲/۶۱	۱/۸۱	۲/۶۷
شرکت‌های مستقل					
تعداد شرکت‌ها	۱۳۹				
نسبت سود به درآمد	۰/۴۵	۰/۳۹	۰/۳۵	۰/۱۱	۰/۷۴
نسبت سود به ارزش بازار	۰/۰۵	۰/۰۶	۰/۰۳	۰/۰۱	۰/۰۷
اهرم مالی	۰/۴۶	۰/۲۲	۰/۴۸	۰/۲۸	۰/۶۱
اندازه	۱۴/۷۲	۱/۷۹	۱۴/۴۹	۱۳/۶۴	۱۵/۶۰
رشد	۳/۴۶	۲/۵۰	۲/۸۵	۱/۸۶	۲/۹۹

همانطور که مشاهده می‌شود از نمونه موجود در سال ۹۷ تعداد ۲۲۹ شرکت وابسته به گروه بوده و تعداد ۱۳۹ شرکت به صورت مستقل فعالیت داشته‌اند. میانگین نسبت پرداخت سود شرکت‌های وابسته به گروه ۰/۶۱ بوده است که مقداری بیشتر از میانگین نسبت پرداخت شرکت‌های مستقل که برابر با ۰/۴۵ است، می‌باشد. همچنین میانگین نسبت سود به ارزش بازاری نیز برای شرکت‌های وابسته به گروه (۰/۰۹) بیشتر از شرکت‌های مستقل (۰/۰۵) بوده است. پس در نگاه اول این برداشت وجود دارد که شرکت‌های وابسته به گروه به طور متوسط بیشتر از

شرکت‌های مستقل سود پرداخت کرده‌اند. همچنین به طور متوسط شرکت‌های وابسته به گروه، بزرگتر از شرکت‌های مستقل بوده‌اند. در نهایت متوسط پرداخت سود به درآمد ۳۶۸ شرکت در سال ۱۳۹۷ برابر با ۰/۵۵ بوده است. بنابراین شرکت‌های نمونه، بخش زیادی از سود هر سهم را به سود نقدی اختصاص داده و آن را بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند. در نمونه مورد آزمون تعداد شرکت‌هایی که در سال ۹۷ سود تقسیم نکرده‌اند برابر با ۳۷ بوده است، که نشان می‌دهد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران معمولاً هر سال سود تقسیم می‌کنند. این موضوع به علت الزام ماده ۹۰ قانون تجارت است که بر اساس آن، شرکت‌ها در صورت کسب سود، باید حداقل ۱۰ درصد آن را بین سهامداران خود تقسیم کنند.

در ادامه در مرحله بعد به بررسی رفتار سود تقسیمی شرکت‌های عضو گروه‌های کسب و کار پرداخته شده است. در جدول زیر خلاصه مربوط به ساختار مالکیت شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار آورده شده است.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای مربوط به ساختار مالکیت شرکت‌ها

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	میان	چارک اول	چارک سوم
حق رأی بزرگترین سهامدار نهایی	۰/۶۴	۰/۱۶	۰/۶۳	۰/۵۱	۰/۷۹
حق مالکیت بزرگترین سهامدار نهایی	۰/۴۵	۰/۲۲	۰/۴۶	۰/۲۸	۰/۶۲
حق مالکیت بزرگترین سهامدار	۰/۵۵	۰/۱۷	۰/۵۲	۰/۴۴	۰/۶۸
حق مالکیت دومین سهامدار بزرگ	۰/۱۴	۰/۱۰	۰/۱۳	۰/۰۵	۰/۲۰
سهامداران نهادی	۰/۸۱	۰/۱۲	۰/۸۴	۰/۷۴	۰/۹۱
جایگاه شرکت‌ها در هرم	۲/۸۳	۱/۲۱	۳/۰۰	۲/۰۰	۳/۶۹

نکته قابل ذکر از ساختار مالکیت شرکت‌های وابسته به گروه، تفکیک حق رأی و حق مالکیت نگهداری شده توسط بزرگترین سهامدار نهایی شرکت‌ها است. همانگونه که مشاهده می‌شود به طور متوسط، سهامدار نهایی شرکت‌ها مالکیت ۴۵ درصد از سهام آن‌ها را در دست دارد ولی مقدار حق رأی سهامدار نهایی در شرکت‌ها به طور متوسط ۶۴ درصد بوده است. بنابراین فاصله زیاد میان حق کنترل و حق مالکیت سهامدار نهایی نشان دهنده ساختار هرمی موجود میان شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار است. همچنین در این پژوهش از متغیر جایگاه شرکت‌ها در گروه جهت بررسی جایگاه شرکت‌ها در گروه‌های کسب و کار و فاصله آن‌ها از بزرگ‌ترین سهامدار نهایی خود در گروه، استفاده شده است.

بدین صورت که مقدار این متغیر برای سهامداران نهایی هر گروه برابر با یک بوده و به ترتیب برای شرکت‌های وابسته به سهامداران نهایی از طریق لینک‌های بیشتر افزایش می‌یابد. بنابراین هرچه مقدار این متغیر بیشتر باشد نشان دهنده طولانی‌تر بودن ساختار هرمی گروه و پایین‌تر بودن جایگاه شرکت در این هرم است. همانطور که مشاهده می‌شود به طور متوسط (میان)، جایگاه شرکت‌ها در گروه‌های کسب و کار برابر با ۲/۸۳ (۳) بوده که نشان دهنده به طور متوسط سه لایه بودن گروه‌های کسب و کار است، که این مشاهده تمایز و فاصله بین متوسط حق رأی و

متوسط حق مالکیت سهامداران نهایی را تأیید می‌کند. سپس به منظور بررسی تمرکز مالکیت توسط سهامدار بزرگ در هر شرکت، متوسط حق مالکیت بزرگترین سهامدار در شرکت‌های وابسته به گروه آورده شده است، که به طور متوسط بزرگترین سهامدار مالکیت ۵۵ درصد از سهام شرکت را در اختیار دارد.

همچنین به دلیل اینکه وجود مالکیت بیشتر توسط دومین سهامدار بزرگ می‌تواند اختیارات مالکیت کل شرکت توسط بزرگترین سهامدار را محدود کند، این متغیر نیز به مدل وارد شده است و نشان می‌دهد که به طور متوسط دومین سهامدار بزرگ هر شرکت مالکیت ۱۴ درصد از سهام آن شرکت را در دست دارد. در آخر متوسط درصد مالکیت سهام شرکت‌ها توسط سهامداران نهادی (سهامداران حقیقی و حقوقی با مالکیت بیشتر از یک درصد سهام شرکت) به طور متوسط برابر با ۸۱ درصد بوده است که در واقع این موضوع نیز می‌تواند به تمرکز مالکیت در شرکت‌های بورسی نمونه اشاره کند.

سپس میانگین متغیرهای مدل در هر صنعت در سال ۱۳۹۷ در جدول زیر آمده است.

جدول ۳- میانگین متغیرهای رگرسیون به تفکیک صنعت

صنایع	نسبت سود به درآمد	نسبت سود به ارزش بازاری	اندازه شرکت	اهرم مالی	رشد	تعداد شرکت‌ها
محصولات شیمیایی	۰/۵۸	۰/۱۰۱	۱۵/۷۹	۰/۳۷۸	۳/۰۱	۳۱
فلزات اساسی	۰/۵۰	۰/۰۷۵	۱۶/۴۹	۰/۴۱۹	۲/۹۹	۱۶
دارویی	۰/۶۷	۰/۱۴۰	۱۵/۱۴	۰/۵۳۷	۲/۴۶	۳۳
سیمان	۰/۶۳	۰/۰۹	۱۴/۸۴	۰/۵۱	۲/۱۰	۲۲
سایر محصولات غذایی	۰/۶۵	۰/۰۶	۱۴/۵۸	۰/۵۸	۳/۹۷	۲۴
خودرو و قطعات	۰/۴۲	۰/۰۳۵	۱۴/۶۱	۰/۵۴	۲/۲۷	۱۷
ساخت و ساز	۰/۶۶	۰/۰۴۳	۱۴/۴۷	۰/۲۹	۱/۲۰	۱۰
استخراج کانی‌های فلزی	۰/۶۹	۰/۰۹۷	۱۵/۹۷	۰/۳۴	۴/۶۳	۸
محصولات نفتی	۰/۶۱	۰/۱۲	۱۶/۷۵	۰/۴۹	۳/۰۳	۱۰
همه صنایع	۰/۶۱	۰/۰۹۰	۱۵/۱۲	۰/۴۸	۳/۳۰	۲۲۹

همانطور که در جدول بالا مشاهده می‌شود متوسط سود پرداختی کلیه ۲۲۹ شرکت وابسته به گروه‌های کسب و کار در مدل ما زمانی که از متغیر نسبت پرداخت به درآمد استفاده می‌شود برابر با ۶۱ درصد و زمانی که از نسبت پرداخت به ارزش بازار شرکت‌ها استفاده می‌شود، برابر با ۸/۷ درصد است. در مجموع نسبت پرداخت در صنایع ذکر شده متوازن بوده و بیشترین نسبت پرداخت زمانی که از نسبت سود تقسیمی به درآمد استفاده شده است، مربوط به صنعت استخراج کانه‌های فلزی بوده که تعداد ۸ شرکت از نمونه مدل را شامل می‌شود و برابر با ۶۹ درصد است. همچنین کمترین نسبت سود تقسیمی به درآمد و همچنین نسبت تقسیم سود به ارزش بازاری، متعلق به صنعت خودرو و ساخت قطعات بوده که متوسط پرداخت در نمونه‌ای از ۱۷ شرکت فعال در این صنعت برابر با ۴۲ بوده است. تقریباً ۲۵ درصد از شرکت‌های نمونه این پژوهش متعلق به صنایع دارویی و محصولات شیمیایی هستند.

آمار استنباطی

نتیجه آزمون فرضیه اول

در جدول زیر تحلیل رگرسیون مربوط به مدل اول نشان داده شده است.

جدول ۴- ضرایب رگرسیون آزمون فرضیه اول با متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به درآمد شرکت‌ها

روش	رگرسیون لاجیت		رگرسیون توییت	
متغیر وابسته: نسبت سود به درآمد	ضریب	آماره Z	معناداری	ضریب
درآمد			آماره Z	معناداری
گروه	۰/۲۱	۰/۶۷	۳/۵۸	۰/۰۹۸
پرداخت سود سال قبل	۲/۶۰	۸/۵۱	۶/۸۷	۰/۱۹
اهرم مالی	-۴/۸۸	-۵/۴۳	-۲/۲۰	-۰/۱۳
اندازه شرکت	۰/۴۴	۳/۴۲	۲/۱۱	۰/۰۲
رشد شرکت	۰/۰۴۴	۰/۶۶	-۳/۶۹	-۰/۱۷
ثابت	-۲/۲۵	-۱/۳۲	۰/۹۳	۰/۱۳
آماره والد	۱۲۱/۱۵		۹۵/۳۲	
Log likelihood	-۳۵۲/۱۹		-۷۲۳/۰۱	
تعداد شرکت‌ها	۴۴۱		۴۴۱	
تعداد مشاهدات	۱۶۷۹		۱۶۷۹	

*معناداری در سطح اطمینان ۹۰ درصد با یک ستاره و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد با دو ستاره و معناداری در سطح اطمینان ۹۹ درصد با سه ستاره نشان داده شده است.

جدول ۵- ضرایب رگرسیون آزمون فرضیه اول با متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به ارزش بازاری شرکت‌ها

روش	رگرسیون لاجیت		رگرسیون توییت	
متغیر وابسته: نسبت سود به ارزش بازاری	ضریب	آماره Z	معناداری	ضریب
بازاری			آماره Z	معناداری
گروه	۰/۲۱	۰/۶۷	۲/۱۰	۰/۰۱۸
پرداخت سود سال قبل	۲/۶۰	۸/۵۱	۵/۲۳	۰/۰۵۴
اهرم مالی	-۴/۸۸	-۵/۴۳	-۳/۱۰	-۰/۰۶۲
اندازه شرکت	۰/۴۴	۳/۴۲	۳/۸۲	۰/۰۱
رشد شرکت	۰/۰۴۴	۰/۶۶	-۳/۶۵	-۰/۰۰۷
ثابت	-۲/۲۵	-۱/۳۲	-۲/۲۴	-۰/۰۹۶
آماره والد	۱۲۱/۱۵		۹۱/۲۰	
Log likelihood	-۳۵۲/۱۹		۸۳۲/۳۸	
تعداد شرکت‌ها	۴۴۱		۴۴۱	
تعداد مشاهدات	۱۶۷۹		۱۶۷۹	

*معناداری در سطح اطمینان ۹۰ درصد با یک ستاره و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد با دو ستاره و معناداری در سطح اطمینان ۹۹ درصد با سه ستاره نشان داده شده است.

ابتدا به بررسی ارتباط بین تصمیم پرداخت سود و وابستگی شرکت‌ها به گروه‌های کسب و کار پرداخته می‌شود. در رابطه با فرضیه اول پژوهش، تصمیمات پرداخت یا عدم پرداخت سود به دلیل دو وجهی بودن متغیر وابسته، با استفاده از مدل رگرسیونی لاجیت آزمون می‌شود. با بررسی ضرایب متغیرهای توضیحی در مدل لاجیت، مشاهده می‌شود که شرکت‌های وابسته به گروه تصمیم پرداخت سود بیشتری دارند و ضریب متغیر مجازی گروه هم علامت با انتظار ما

بوده ولی معنادار نمی‌باشد. همچنین علامت مربوط به ضریب متغیر مجازی سیاست پرداخت سود در سال گذشته، در سطح ۹۹ درصد معنادار و سازگار با نظریه چسبندگی سود تقسیمی بوده و نشان می‌دهد به طور متوسط شرکت‌هایی که در سال قبل سود پرداخت کرده‌اند، امسال نیز سود پرداخت کرده‌اند. همچنین در هر دو مدل لاجیت برای متغیرهای وابسته سود تقسیمی، ضرایب مربوط به اهرم مالی شرکت، منفی و معنادار بوده و نشان می‌دهد که شرکت‌های با میزان بدهی مالی بیشتر، به طور متوسط تصمیم به پرداخت سود کمتری داشته‌اند. ضریب متغیر اندازه شرکت در مدل‌های فوق مثبت و معنادار بوده و مطابق با نتیجه پژوهش‌های قبل شرکت‌های بزرگتر، تصمیم پرداخت سود بیشتری داشته‌اند. در رابطه با متغیر ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام شرکت، ضریب بدست آمده هم علامت با انتظار ما بوده و نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با فرصت رشد بیشتر، احتمال پرداخت سود کمتری دارند. آماره والد مربوط به مدل لاجیت، در هنگام استفاده از هر دو متغیر وابسته، در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. شاخص دیگری که برای ارزیابی مدل رگرسیون از نوع لاجیت به کار می‌رود، آماره نیکویی برازش است که مقدار این آماره در مدل ما منفی است و هرچه قدر مطلق مقدار این آماره بیشتر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل است. در مدل‌های لاجیت فوق قدر مطلق مقدار این آماره بیشتر از ۵ بوده و بنابراین معناداری کل مدل رگرسیون لاجیت مورد استفاده قابل تأیید است.

سپس جهت بررسی میزان سود تقسیمی شرکت‌های وابسته به گروه و شرکت‌های مستقل از مدل توییت استفاده شده است. همانطور که مشاهده می‌شود ضریب مربوط به متغیر مجازی گروه در هر دو مدل با متغیرهای وابسته نسبت پرداخت به درآمد و نسبت پرداخت به ارزش بازاری، معنادار و مثبت و منطبق با انتظار ما بوده است و نشان می‌دهد که شرکت‌های وابسته به گروه به طور متوسط ۱۰ درصد بیشتر از شرکت‌های مستقل سود پرداخت کرده‌اند. همچنین ضرایب مربوط به هر سه متغیر اهرم مالی، اندازه شرکت و ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام شرکت، سازگار با پژوهش‌های قبل و معنادار هستند. همانطور که گفته شد برای بررسی معناداری کل مدل رگرسیون توییت از آزمون والد استفاده می‌شود. مقدار آماره والد رگرسیون توییت در هنگام استفاده از متغیر وابسته نسبت سود به درآمد و متغیر وابسته نسبت سود به ارزش بازاری به ترتیب برابر با $۹۵/۳۲$ و $۶۰/۵۰$ است که در هر دو مورد در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار هستند. بنابراین تحلیل نتایج مربوط به مدل اول نشان می‌دهد که ارتباط میان سود تقسیمی و وابستگی شرکت‌ها به گروه‌های کسب و کار مثبت بوده و همچنین شرکت‌های بزرگتر با بدهی‌های مالی کمتر و فرصت‌های رشد کمتر که در سال قبل سود پرداخت کرده‌اند، به طور متوسط سود تقسیمی بیشتری پرداخت می‌کنند. نتایج این پژوهش مشابه با نتایج رنجی (۲۰۱۸) و گلدمن (۲۰۱۷) است. همچنین فاشیو (۲۰۰۰) نیز رابطه‌ای مثبت میان سود تقسیمی و وابستگی به گروه‌های کسب و کار پیدا کرده است. همانطور که گفته شد گروه‌های کسب و کار با ایجاد یک بازار سرمایه

داخلی بین شرکت‌های عضو، سعی می‌کنند تا منابع مالی مورد نیاز خود را از این راه (که در مقایسه با تأمین مالی خارجی کم هزینه تر نیز می‌باشد) تأمین کنند و همچنین، مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را از پیش رو بردارند، بنابراین شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار در قیاس با شرکت‌های مستقل به طور نسبی کمتر به بازارهای سرمایه خارجی وابسته هستند و این کاهش وابستگی به منابع مالی برون سازمانی، شرکت‌های وابسته به گروه را قادر به پرداخت سود سهام دائمی می‌کند و یا شرکت‌های گروه را از پرداخت سود سهام بالا حمایت می‌کند. در واقع می‌توان گفت گروه‌های کسب و کار با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی میان اعضاء، به نوعی منابع مالی را میان اعضای گروه مدیریت می‌کنند.

نتیجه آزمون فرضیه دوم و سوم

در جدول زیر نتایج تحلیل آماری مربوط به آزمون فرضیه دو و سه آورده شده است. همانطور که گفته شد به منظور تحلیل نتایج از تحلیل رگرسیون توییت استفاده شده است. جدول ۶- نتایج رگرسیون‌های توییت آزمون فرضیه‌های دوم و سوم با متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به درآمد شرکت‌ها

متغیرهای مستقل	متغیر وابسته: نسبت سود تقسیمی به درآمد				
	۱	۲	۳	۴	۵
حق رای بزرگترین سهامدار نهایی	۰/۲۵	۰/۲۳	۰/۱۹	۰/۳۲	۰/۲۳
چابگاه شرکت‌ها		۰/۰۳۶			
متغیر مجازی بزرگترین سهامدار			۰/۰۴۱		۰/۰۵۴
متغیر مجازی دومین سهامدار بزرگ				۰/۰۸۷	۰/۰۵۵
سهامداران نهادی					۰/۰۰۳
اندازه شرکت	۰/۰۲۴	۰/۰۳۲	۰/۰۲۵	۰/۰۱۹	۰/۰۱۴
اهرم مالی	-۰/۱۸۶	-۰/۱۸۴	-۰/۱۹	-۰/۲۰	-۰/۲۰
رشد شرکت	-۰/۰۱۵	-۰/۰۱۳	-۰/۰۱۴	-۰/۰۱۵	-۰/۰۱۶
پرداخت سود سال قبل ثابت	۰/۰۱۱	۰/۰۰۸	۰/۰۱۰	۰/۰۱۱	۰/۰۱۰
اثر ثابت صنایع	۰/۰۵۸	۰/۰۵۸	۰/۱۷۰	۰/۱۲۰	۰/۰۹۲
اماره والد	۱۲۵/۳۵	۱۳۳/۴۳	۱۲۶/۷۳	۱۳۱/۴۷	۱۳۹/۷۶
Log likelihood	-۴۲۶/۹۴	-۴۲۴/۲۳	-۴۲۶/۲۸	-۴۲۳/۸۴	-۴۲۰/۶۴
تعداد شرکت‌ها	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵
تعداد مشاهدات	۱۱۳۰	۱۱۳۰	۱۱۳۰	۱۱۳۰	۱۱۳۰

* معناداری در سطح اطمینان ۹۰ درصد با یک ستاره و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد با دو ستاره و معناداری در سطح اطمینان ۹۹ درصد با سه ستاره نشان داده شده است.

در تمامی مدل‌های فوق ضرایب مربوط به متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی و نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام، هم علامت با انتظارات پژوهش بوده و معنادار هستند. در واقع طبق مدل اول، از میان شرکت‌های متعلق به گروه‌های کسب و کار، شرکت‌های بزرگ‌تر به طور متوسط ۲/۴ درصد سود بیشتری پرداخت کرده‌اند. همچنین شرکت‌هایی با نسبت بدهی مالی بیشتر و فرصت‌های رشد بیشتر به طور متوسط و به ترتیب ۱۸ و ۱/۵ درصد نسبت به بقیه شرکت‌های وابسته به گروه سود کمتری پرداخت کرده‌اند. حال به بررسی متغیرهای مربوط به

ساختار مالکیت شرکت‌ها پرداخته می‌شود. در مدل اول ضریب متغیر مربوط به حق رای بزرگترین سهامدار نهایی شرکت‌ها مثبت و در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است و بیان می‌کند که شرکت‌هایی با حق کنترل بیشتر از سهامدار نهایی به طور متوسط ۲۵ درصد نسبت پرداخت سود بیشتری دارند. در واقع یافته مدل این پژوهش فرضیه سلب مالکیت ثروت سهامداران اقلیت توسط سهامداران نهایی را رد کرده و سازگار با فرضیه بازار سرمایه داخلی است. بنابراین هرچه قدرت کنترل سهامداران نهایی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار بیشتر باشد، سود تقسیمی شرکت‌ها به سهامداران افزایش می‌یابد و فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می‌شود. یافته این پژوهش سازگار با یافته ستیان (۲۰۱۶) که به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سود تقسیمی در شرکت‌های اندونزی پرداخته بودند، می‌باشد.

در مدل دوم متغیر جایگاه شرکت جهت بررسی تأثیر جایگاه شرکت‌ها بر سود تقسیمی، به مدل قبل اضافه می‌شود. ضریب مربوط به این متغیر مثبت و در سطح ۹۵ درصد معنادار است. بنابراین این گونه برداشت می‌شود که شرکت‌هایی که در قسمت پایین تری از گروه‌ها قرار گرفته‌اند به طور متوسط $3/6$ درصد نسبت سود تقسیمی به درآمد بیشتری داشته‌اند. ضریب این متغیر نیز منطبق با انتظار این پژوهش بوده است و نتایج ذکر شده قبل را تأیید می‌کند. بنابراین فرضیه سوم پژوهش نیز تأیید است. در واقع با افزایش زنجیره کنترل و لایه‌های هرم سود تقسیمی شرکت‌ها افزایش می‌یابد که این یافته، نظریه انتقال خروجی ثروت شرکت‌های وابسته به گروه از طریق پرداخت سود که توسط گلدمن (۲۰۱۷) نیز تحلیل شد، را تأیید می‌کند. در واقع یافته این پژوهش، نتیجه بدست آمده توسط باردفورد (۲۰۱۳) که به دنبال زنجیره کنترل بزرگ‌تر استفاده بیشتر از بازار سرمایه داخلی و در نتیجه سود تقسیمی کمتر را نتیجه گرفته بود، تأیید نمی‌کند. بنابراین با افزایش قدرت کنترل سهامداران نهایی شرکت‌ها و افزایش زنجیره کنترل وابستگی به سهامدار نهایی نسبت پرداخت شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

در مدل سه و چهار به ترتیب متغیر مجازی مربوط به مالکیت بزرگترین سهامدار و دومین سهامدار بزرگ هر شرکت، به مدل اضافه می‌شود. در واقع این متغیرها به منظور بررسی رابطه مالکیت سهامداران مستقیم در هر شرکت و تمرکز مالکیت درون شرکتی با سود تقسیمی شرکت‌ها در گروه، به مدل اضافه شده‌اند. همانطور که مشاهده می‌شود ضریب متغیر مجازی بزرگترین سهامدار مثبت بوده و نظریه سلب مالکیت سهامداران اقلیت توسط سهامدار عمده را رد می‌کند. همچنین ضریب مثبت دومین سهامدار بزرگ، ارتباط مسقیم میان سود تقسیمی و افزایش مالکیت متعلق به دومین سهامدار عمده و به دنبال آن محدود کردن اختیارات بزرگترین سهامدار را تأیید می‌کند. ضریب متغیر مجازی مالکیت بزرگترین سهامدار در سطح اطمینان ۹۰ درصد معنادار و ضریب متغیر مجازی مالکیت دومین سهامدار بزرگ، در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است.

در آخر در مدل پنج، به بررسی ارتباط ساختار مالکیت درون شرکتی و سود تقسیمی پرداخته شده است. در واقع این مدل توان بالقوه تأثیرگذاری سهامداران نهادی بر تصمیمات شرکت به طور مستقیم از طریق مالکیت و به طور غیر مستقیم از طریق مبادله سهام، به چالش می‌کشد. ضریب مثبت و معنادار متغیر مجموع مالکیت سهامداران نهادی نشان می‌دهد که با تمرکز مالکیت بیشتر و افزایش مالکیت در دست سهامداران نهادی، سود تقسیمی شرکت‌ها افزایش می‌یابد. همچنین ضرایب مربوط به متغیرهای مجازی مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار و دومین سهامدار بزرگ مثبت بوده و همچنان فرضیه سلب ثروت شرکت از سهامداران اقلیت توسط سهامدار عمده و پرداخت کمتر سود را رد می‌کند. در تمامی مدل‌های فوق آماره آزمون والد نشان می‌دهد که تمامی مشخصات مربوط به مدل‌ها معنادار است. همچنین مقدار آماره لاگ لایکلیهود نیکویی برازش مدل‌های فوق را تأیید می‌کند.

در جدول زیر مدل‌های توضیح داده شده با متغیر وابسته نسبت پرداخت سود به ارزش بازاری شرکت‌ها شرح داده شده است.

جدول ۷- نتایج رگرسیون‌های توییت آزمون فرضیه‌های دوم و سوم با متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به ارزش بازار شرکت‌ها

متغیرهای مستقل	متغیر وابسته: نسبت سود تقسیمی به ارزش بازار				
	۱	۲	۳	۴	۵
حق رأی بزرگترین سهامدار نهایی	۰/۰۵۴ (۲/۸۵) ***	۰/۰۵۰ (۲/۶۶) ***	۰/۰۲۹ (۱/۴۰) *	۰/۰۶۱ (۳/۰۶) ***	
جایگاه شرکت‌ها	۰/۰۰۸ (۲/۸۰) ***				
متغیر مجازی بزرگترین سهامدار		۰/۰۱۸ (۲/۷۷) ***			
متغیر مجازی دومین سهامدار بزرگ			۰/۰۰۷ (۱/۲۰) *		
سهامداران نهادی				۰/۰۰۰۷ (۲/۹۹) ***	
اندازه شرکت	۰/۰۱۳ (۵/۰۸) ***	۰/۰۱۴ (۵/۶۴) ***	۰/۰۱۳ (۵/۱۷) ***	۰/۰۱۲ (۴/۸۷) ***	۰/۰۱۱ (۴/۵۰) ***
اهرم مالی	-۰/۱۰۷ (-۷/۱۹) ***	-۰/۱۰۶ (-۷/۲۸) ***	-۰/۱۱۱ (-۷/۵۴) ***	-۰/۱۰۸ (-۷/۳۲) ***	-۰/۱۱۲ (-۷/۶۴) ***
رشد شرکت	-۰/۰۰۶ (-۴/۶۳) ***	-۰/۰۰۶ (-۴/۴۲) ***	-۰/۰۰۶ (-۴/۵۷) ***	-۰/۰۰۶ (-۴/۶۴) ***	-۰/۰۰۶ (-۴/۳۸) ***
پرداخت سود سال قبل	-۰/۰۱۶ (-۴/۳۶) ***	-۰/۰۱۶ (-۴/۳۸) ***	-۰/۰۱۶ (-۴/۳۸) ***	-۰/۰۱۶ (-۴/۳۵) ***	-۰/۰۱۶ (-۴/۳۹) ***
ثابت	-۰/۰۸۰ (-۱/۷۱) *	-۰/۰۷۴ (-۱/۵۹) *	۰/۰۷۴ (۱/۵۹) *	-۰/۰۸۴ (-۱/۷۸) *	-۰/۰۹۳ (-۲/۰۲) **
اثر ثابت صنایع	بله	بله	بله	بله	بله
آماره والد	۲۴۷/۴۷ ***	۲۵۹/۵۲ ***	۲۵۶/۷۴ ***	۲۴۹/۸۴ ***	۲۶۹/۹۱ ***
Log likelihood	۱۳۲۱/۱۵	۱۳۲۵/۰۲	۱۳۲۴/۹۸	۱۳۲۱/۸۶	۱۳۲۹/۶۰
تعداد شرکت‌ها	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵	۳۲۵
تعداد مشاهدات	۱۱۳۰	۱۱۳۰	۱۱۳۰	۱۱۳۰	۱۱۳۰

* معناداری در سطح اطمینان ۹۰ درصد با یک ستاره و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد با دو ستاره و معناداری در سطح اطمینان ۹۹ درصد با سه ستاره نشان داده شده است.

همانطور که مشاهده می‌شود نتایج تمامی مدل‌های فوق منطبق با نتایج متغیر وابسته نسبت پرداخت به درآمد هستند. همچنین معناداری ضرایب متغیرها هنگام استفاده از متغیر وابسته سود تقسیمی به ارزش بازاری شرکت افزایش یافته است. در مدل سوم ضریب مربوط به متغیر مجازی مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار نیز مثبت و در سطح ۹۹ درصد معنادار شده است. همچنین در مدل

پنج تمامی ضرایب مربوط به متغیرهای مالکیت مثبت و معنادار شده است. پس می‌توان نتیجه گرفت که تمرکز مالکیت بیشتر، میزان سود تقسیمی را افزایش داده به این معنی که کسانی که دارای مالکیت عمده و قدرت کنترل هستند، منافع هم‌هنگ شده با منافع سهامداران اقلیت داشته‌اند. همچنین نتایج فوق، نقش پرداخت سود در کاهش مشکلات نمایندگی موجود را میان سهامداران و مالکان کنترل تأیید می‌کند. در تمامی مدل‌های فوق آماره آزمون والد نشان می‌دهد که تمامی مشخصات مربوط به مدل‌ها در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. همچنین مقدار آماره لاگ لایکلیهود نیکویی برازش مدل‌های فوق را تأیید می‌کند. نتیجه فوق برخلاف نتایج مشاهده شده در پژوهش‌های داخلی پیشین و رابطه منفی یافته شده در آن‌ها میان سهامداران نهادی و سیاست پرداخت سود، است.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر گروه‌های کسب و کار بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن ساختار مالکیت شرکت‌ها و ساختار هرمی موجود در گروه‌های کسب و کار شکل گرفته در ایران است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که میزان سود تقسیمی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار در مقایسه با شرکت‌های مستقل بیشتر است. از جمله دلایل نتیجه حاصل شده می‌توان به این موضوع اشاره کرده که گروه‌های کسب و کار با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی بین شرکت‌های عضو، سعی می‌کنند تا منابع مالی مورد نیاز خود را از این راه (که در مقایسه با تأمین مالی خارجی کم هزینه تر نیز می‌باشد) تأمین کنند و همچنین، مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را از پیش رو بردارند. بنابراین شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار در قیاس با شرکت‌های مستقل به طور نسبی کمتر به بازارهای سرمایه خارجی وابسته هستند و این کاهش وابستگی به منابع مالی برون سازمانی، شرکت‌های وابسته به گروه را قادر به پرداخت سود سهام دائمی می‌کند و یا شرکت‌های گروه را از پرداخت سود سهام بالا حمایت می‌کند. در واقع می‌توان گفت گروه‌های کسب و کار با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی میان اعضاء، به نوعی منابع مالی را میان اعضای گروه مدیریت می‌کنند. همچنین طبق نتایج به دست آمده در این پژوهش، در میان شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار، با افزایش حق رای و کنترل سهامدار نهایی شرکت‌های عضو گروه، سود تقسیمی پرداخت شده توسط آن‌ها افزایش می‌یابد. در واقع یافته مدل این پژوهش فرضیه سلب مالکیت ثروت سهامداران اقلیت توسط سهامداران نهایی را رد کرده و سازگار با فرضیه بازار سرمایه داخلی است. مطالعات قبلی در رابطه با بازارهای داخلی سرمایه به این نتیجه رسیده‌اند که ساختارهای هرمی می‌توانند بازارهای داخلی کارآمدتر تولید کنند، بدین معنی که ممکن است منابع مالی بین شرکت‌های موجود در هرم تخصیص یابد تا با استفاده از منابع مالی موجود کارایی سرمایه در دسترس بیشتر شود. در واقع اینکه سرمایه‌گذاری‌ها با کارایی بیشتری

نسبت به یک شرکت مستقل انجام شود مورد بحث و جدال است، اما در اینکه منابع مالی موجود بیشتر مورد استفاده قرار می‌گیرد، بحثی وجود ندارد. همچنین طبق نتایج پژوهش در هر یک از گروه‌های کسب و کار، شرکت‌هایی که در لایه‌های پایین‌تری از هرم تشکیل یافته در گروه‌ها قرار گرفته‌اند، سود تقسیمی بیشتری پرداخت می‌کنند. در واقع با افزایش زنجیره کنترل و لایه‌های هرم سود تقسیمی شرکت‌ها افزایش می‌یابد که این یافته، نظریه انتقال خروجی ثروت شرکت‌های وابسته به گروه از طریق پرداخت سود که توسط گلدمن (۲۰۱۷) نیز تحلیل شد، را تأیید می‌کند. علاوه بر این، با افزایش تمرکز مالکیت در دست بزرگ‌ترین سهامدار یا سهامداران عمده، سود تقسیمی پرداخت شده توسط شرکت‌ها افزایش می‌یابد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که تمرکز مالکیت بیشتر، میزان سود تقسیمی را افزایش داده به این معنی که کسانی که دارای مالکیت عمده و قدرت کنترل هستند منافع هم‌هنگ شده با منافع سهامداران اقلیت داشته‌اند. همچنین نتایج فوق، نقش پرداخت سود در کاهش مشکلات نمایندگی موجود را میان سهامداران و مالکان کنترل تأیید می‌کند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری میان اندازه شرکت‌ها و میزان تقسیم سود آن‌ها وجود داشته و همچنین ارتباط منفی و معناداری میان میزان بدهی‌های مالی شرکت‌ها و فرصت‌های رشد آن‌ها، با میزان سودی که پرداخت می‌کنند، وجود دارد. نتایج این پژوهش برای سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، تحلیل‌گران و تمامی افراد و سازمان‌هایی که به نوعی با فعالیت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار درگیر هستند، قابل استفاده است.

با توجه به نتایج بدست آمده از فرضیه اول، سرمایه‌گذارانی که به سود تقسیمی شرکت‌ها اهمیت قابل توجهی می‌دهند می‌توانند در شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار سرمایه‌گذاری کنند. همچنین با سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با تمرکز مالکیت در دست سهامدار عمده، می‌توان به سود تقسیمی بیشتری دست یافت. همچنین شرکت‌هایی با کمبود وجه نقد لازم جهت تامین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود، می‌توانند به وابستگی و عضو شدن در گروه‌های کسب و کار به عنوان گزینه‌ای جهت نفع نیاز مالی خود اقدام نمایند.

برای انجام پژوهش‌های همسو با این موضوع و همچنین توسعه آن، در ادامه پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی توصیه می‌شود. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی اثر متغیرهای کلان اقتصادی و در نظر گرفتن دوره رکود و رونق کسب سود بر نتایج این پژوهش در نظر گرفته شود. همچنین در نظر گرفتن این آزمون‌ها در صنعت‌های مختلف می‌تواند نتایج قابل توجهی داشته باشد. در نهایت پیشنهاد می‌شود همین عنوان در دوره‌های مختلف چرخه عمر شرکت‌ها همانند دوران رشد، بلوغ و افول، مورد بررسی قرار گیرد.

همانند سایر پژوهش‌ها، این پژوهش نیز با محدودیت روبرو می‌باشد. لذا لازم است با توجه به این محدودیت‌ها خواننده در تعمیم نتایج پژوهش با آگاهی بیشتری عمل کند و قضاوت

عادلانه‌ای داشته باشد. اولین محدودیت پژوهش‌هایی که بر پایه آمار استنباطی انجام می‌شود، تعمیم نتایج آن به سایر دوره‌ها و سایر شرایط می‌باشد. این امکان وجود دارد که ارتباطات اثبات شده در این پژوهش، در سایر دوره‌ها با شرایط متفاوت از دوره پژوهش، برقرار نباشند. محدودیت بعد شامل محدودیت توقف نماد معاملاتی برخی شرکت‌ها در طی سال‌های مورد بررسی به عنوان محدودیتی اساسی در این پژوهش مطرح می‌باشد. محدودیت بعد شامل عدم نظر گرفتن سایر عوامل تاثیر گذار بر سود تقسیمی شرکت‌ها به دلیل عدم دسترسی به داده مورد نظر بوده است که ممکن است نتایج پژوهش با در نظر گرفتن این عوامل تغییر یابد. نبود کار مشابه داخلی در این زمینه از محدودیت دیگر این پژوهش بوده است.

یادداشت‌ها

- | | |
|--------------------------|-----------------------------------|
| 1. market failure theory | 10. Control right |
| 2. transfer pricing | 11. Ownership right/control right |
| 3. internally transfer | 12. latent |
| 4. externally transfer | 13. Log likelihood |
| 5. bondholders | 14. python |
| 6. Insider | 15. stata |
| 7. Common law | 16. payout ratio |
| 8. Civil law | 17. dividend yield |
| 9. Cash flow right | |

کتابنامه

- ایزدی‌نیا، ناصر؛ علی‌نقیان، نسرين، (۱۳۹۰)، شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به کارگیری مدل لاجیت، فصلنامه علمی- پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳(۱): ۲۱-۳۸.
- پورحیدری، امید؛ دلدار، مصطفی (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، ۵(۱۴): ۶۷-۸۴.
- جهانخانی، علی؛ قربانی، سعید، (۱۳۸۴)، شناسایی و تعیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی، ۷(۲): ۲۷-۴۸.
- ستایش، محمد حسین؛ کاظم نژاد، مصطفی، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت‌مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، ۱۱(۱): ۲۹-۵۱.
- قلی پور خانقاه، مهدی (۱۳۹۷)، بررسی ثبات در سیاست‌های سود نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۳(۱۵۳-۱۶۱).

بررسی تأثیر گروه‌های کسب و کار و ساختار هرمی مالکیت شرکت‌ها بر سود تقسیمی آن‌ها/۱۷۵

کرمی، غلامرضا، مهرانی و اسکندر (۱۳۸۹)، بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت‌دهی در سیاست‌های تقسیم سود: نقش سرمایه‌گذاران نهادی، پیشرفت‌های حسابداری، ۲(۲): ۱۰۹-۱۳۲.

کلیچ، محسن (۱۳۹۰)، بررسی اثر گروه‌های تجاری بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار، همایش بررسی ابعاد و تحول روش‌های تأمین مالی در کشور با تأکید بر نقش بانک، بیمه و بازار

References

- Almeida, Heitor V., Sang. Y. Park, Marti G. Subrahmanyam, and Daniel. Wolfenzon. (2011). *The Structure and Formation of Business Groups: Evidence from Korean chaebols*. *Journal of Financial Economics*, 99: 447-475.
- Aliabadi, Heydari (2020). *Internal capital markets in Business Groups: Evidence from an Emerging Market*.
- Bradford, W., C.Chen, C.Zhu (2013). *Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China*. *International Review of Economics & Finance*, 27:445-464.
- Claessens, Stijn., Djankov, S., Fan, J., Lang, L. (1999). *Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asian Corporations*. Working Paper ,World Bank, Washington DC.
- Denis, D. J., Osobov, I. (2008). *Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*. *Journal of Financial Economics*, 89: 3-43.
- Dewenter, Kathryn, Walter Novaes, Richard H. Pettway. (2001). *Visibility versus complexity in business groups: Evidence from Japanese Keiretsu*. *Journal of Business*, 74: 79-100.
- Easterbrook, Frank. (1984). *Two agency cost explanations of dividends*. *American Economic Review*, 74: 650-659.
- Ezdinia, Nasser., Alinaghian, Nasrin. (2011). *Identifying the Factors Affecting Dividend Profit Using Logit Model*, *Quarterly Journal of Financial Accounting Research*, 3 (1): 21-28. (in Persian)
- Faccio, Maria, Larry P.H. Lang. (2002). *The ultimate ownership of western European corporations*. *Journal of Financial Economics*, 65: 365-395.
- Faccio, Maria, Larry P.H. Lang. Young, Leslie. (2000), *Dividend and expropriation*. *American Economic Review*, 91: 54-78.
- Fama, Eugene F., Kenneth R.French. (2001). *Disappearing dividends: characteristics or lower propensity to pay?.* *Journal of Financial Economics*.
- Goldman, E., Viswanath, P.V., (2017). *Internal capital markets, forms of intragroup transfers, and dividend policy: Evidence from Indian corporates*. *Journal of Financial Research*, 40: 567-610.

- Gholipour Khaneghah, Mehdi (2015). *A Study of Stability in Cash Profit Policies of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 7-27. (in Persian)
- Gugler, K., and B. B. Yurtoglu, (2003). *Corporate governance and dividend payout in Germany. European Economic Review*, 47: 731-758.
- Holderness, Clifford G., (2003). *A survey of blockholders and corporate control. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9: 51-64.
- Jahankhani, Ali., Ghorbani, Saeed. (2005). *Identifying and Determining the Determinants of Profit Sharing Policy of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. Financial Research Quarterly*, 7 (2): 48-27. (in Persian)
- Jensen, Michael. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review*, 76: 323-329.
- Karami, Gholamreza., Mehrani and Eskandar. (2010). *A Study of Representation Theory and Marking Theory in Profit-Sharing Policies: The Role of Institutional Investors. Accounting Advances*, 2 (2): 132-109. (in Persian)
- Khanna, T., Palepu, K., (2000). *Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. Journal of Finance*, 55: 867-891.
- Klich, Mohsen (2011). *A Study of the Effect of Business Groups on Investment and Reduction of Financing Limitations in the Stock Exchange. Conference on the Dimensions and Evolution of Financing Methods in the Country with Emphasis on the Role of Bank, Insurance and Market.* (in Persian)
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, & Robert W. Vishny, (2000). *Agency problems and dividend policies around the world. Journal of Finance*, 55: 1-33.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, (1999). *Corporate Ownership around the World. Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lintner, J., (1956). *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. American Economics Review*, 97-113.
- Mancinelli, L., Ozkan, A. (2006). *Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. European Journal of Finance*, 12: 265-282.
- Manos, R., Murinde, V., Green, C. (2012). *Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms. International Review of Economics*, 21: 41-56.
- Myers, S.C. and N.S. Majluf. (1985). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics*, 13: 187-222.
- Myers, Stewart, (1984). *The capital structure puzzle. Journal of Finance*, 39: 575-592.
- Ranjee, R., Pathak, R., Saxena, A. (2018). *To pay or not to pay: what matters the most for dividend payments?. International Journal of Managerial Finance*, 14, 230-244.
- Pourheidari, Omid., Deldar, Mostafa. (2012). *The effect of business groups on the profit sharing policy of companies listed on the Tehran Stock Exchange, Journal of Management Accounting*, 5 (14): 67-84. (in Persian)

- Rozeff, Michael. (1982). *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. Journal of Financial Research*, 5: 249-259.
- Setiawan, D., Bandi, B., Phua, L.K., Trinugroho, I., (2016). *Ownership structure and dividend policy in Indonesia. Journal of Asia Business Studies*, 10: 230-252.
- Shleifer, A., Vishny, R. W., (1997). *A survey on corporate governance. Journal of Finance*, 52: 737-783.
- Shleifer, A., Vishny, R. W., (1986). *Large stockholders and corporate control. Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
- Stayesh, Mohammad Hussain., Kazemnejad, Mostafa. (2010). *The effect of ownership structure and composition of the board of directors on the dividend policy of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Journal of Accounting Knowledge*, 1 (1): 51-29. (in Persian)
- Stein, J.C. (1997). *Internal Capital Markets and the competition for corporate resources. Journal of Finance*, 52: 111-133.