

## **The Comparison of the Structure of Liquidities, Funding via Long-Term-Debts and Dividends in Family & Non Family Firms**

**Mohammad Hossein Vadeei<sup>1</sup>**

**Mostafa Ghannad<sup>2</sup>**

**Hengameh Nazari<sup>3</sup>**

### **Abstract**

In recent years, with the expansion of family-owned companies in emerging economies, carrying out numerous studies is necessity. To this purpose, the present study investigates financial structure relationship in such firms. We try to compare the cash holdings, financing through long-term-debts and dividends paid in family firms and comparison them with non-family firms. The sample of this study includes 27 family firms and 105 non-family firms in a 10-year-priod from 2005 to 2014 in Tehran Stock Exchange Market. The results show that a part of a firm's equity owned by the founder or a member of the family affects the usage of cash, debt structure and dividend policy. In other words, family firms usually less depend on funding through long-term-debts, pay less dividend and hold more cash.

**Keywords:** Cash holding, Funding, Long term debt, Dividend pay, Family firms.

**JEL:** J12, G31, G32, G35, D92.

---

1 . Associate Professor of Accounting, Ferdowsi University of Mashhad, Mashhad, Iran.  
Corresponding Author. Email: MhVadeei@um.ac.ir.

2. Ph.D. Student of Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. Email: M\_Ghanad@Sbu.ac.ir.

3. MA of Accounting, Ferdowsi University of Mashhad, Mashhad, Iran. Email: Nazari.H2011@yahoo.com.

## بررسی مقایسه‌ای ساختار نقدینگی، تأمین مالی بلندمدت و تقسیم سود در

### شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی<sup>۱</sup>

محمدحسین ودیعی<sup>۲</sup>، مصطفی قناد<sup>۳</sup> و هنگامه نظری<sup>۴</sup>

#### چکیده

در سال‌های اخیر با گسترش شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی در اقتصادهای نوظهور، انجام پژوهش‌های متعدد در این زمینه ضروری شده است. در همین راستا، پژوهش حاضر به بررسی رابطه ساختار مالی در این نوع شرکت‌ها می‌پردازد. آنچه موردبررسی قرار گرفته است بر میزان نگهداری وجه نقد، تأمین مالی از طریق بدهی‌های بلندمدت و میزان سود پرداختی در شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با سایر شرکت‌ها متمرکز می‌باشد. نمونه آماری پژوهش شامل ۲۷ شرکت خانوادگی و ۱۰۵ شرکت غیر خانوادگی است که برای دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ از میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد بخشی از سهام یک شرکت که در اختیار اعضای خانواده مؤسس یا خویشاوندان آن‌ها قرار دارد بر استفاده از وجوه نقد، ساختار بدهی و سیاست تقسیم سود شرکت تأثیر می‌گذارد؛ بدین صورت که شرکت‌های خانوادگی معمولاً وابستگی کمتری به تأمین مالی بدهی در بلندمدت دارند، سود کمتری پرداخت می‌کنند و موجودی نقد بیشتری نگهداری می‌نمایند.

واژه‌های کلیدی: نگهداشت وجه نقد، تأمین مالی، بدهی‌های بلندمدت، تقسیم سود، شرکت‌های خانوادگی.

طبقه‌بندی موضوعی: J12، G31، G32، G35، D92

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2018.12094.1163

۲. دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران. نویسنده مسؤل، Email: MhVadecii@um.ac.ir

۳. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران، Email: M\_Ghansad@Sbu.ac.ir

۴. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران، Email: Nazari.H2011@yahoo.com

## مقدمه

یکی از مسائلی که در نتیجه جدایی مدیریت از مالکیت برای شرکت‌ها ایجاد شده است، مشکل تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی بین آن‌ها می‌باشد. عدم تقارن اطلاعاتی را می‌توان با نظارت بر فعالیت‌های مدیر و ایجاد انگیزه برای همسو کردن اهداف مدیر و مالک کاهش داد (سلطانی، ۲۰۰۷). از طرف دیگر، با توجه به اهمیت ساختار مالکیت در نظام راهبری شرکتی، در شرکت‌هایی که دارای ساختار مالکیت متمرکز هستند، سهامداران کلان منابع و انگیزه کافی برای نظارت بر رفتارهای مدیریت را دارند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶). پس از محول شدن برخی از وظایف مالکان به مدیریت و تضاد منافع حاصل از آن، نظریه نمایندگی مطرح شد. مطابق با این نظریه، همه افراد به دنبال بیشینه‌سازی منافع خود هستند به گونه‌ای که هدف مالکان افزایش ثروت شرکت است؛ درحالی‌که مدیران به دنبال افزایش حقوق و مزایا و دیگر اهداف هستند (ولک و همکاران، ۲۰۰۷). بنابراین، با توجه به نظریه نمایندگی، در شرکت‌های خانوادگی نظارت مستقیم سهامداران (همدأتاً اعضای یک خانواده) بر مدیریت بیشتر است و می‌تواند منجر به کاهش مشکلات نمایندگی شود (دمستر و لن، ۱۹۸۵؛ خان و سویراماتیام، ۲۰۱۲).

شرکت‌های خانوادگی محیط جالبی برای پژوهش‌های علمی فراهم می‌کنند. اکثر پژوهش‌های انجام شده شواهدی ارائه کرده‌اند که نشان می‌دهد حضور اعضای خانوادگی مؤسس به‌عنوان ذی‌نفع و مدیر، یکی از ساختارهای مالکیت کارآمد و سودآور است. شواهد حاصل از مطالعات انجام شده حاکی از آن است که حضور اعضای مؤسس به‌عنوان مدیر ارشد اجرایی یا مدیرعامل باعث ارزش‌آفرینی شرکت‌های خانوادگی می‌شود. به‌عنوان نمونه، عملکرد شرکت‌های خانوادگی با در نظر گرفتن معیارهای حسابداری و شاخص‌های بازار بهتر از همتایان غیر خانوادگی آن‌ها است و هزینه بدهی کمتری می‌پردازند؛ همچنین کیفیت سود بالاتر و سود غیرعادی کمتری دارند (اسمیرنوا و همکاران، ۲۰۱۵). استفاده از نظریه نمایندگی در مورد شرکت‌های خانوادگی این سؤال را به وجود می‌آورد که با بلوغ این شرکت‌ها و با کاهش سهم مالکیت اعضای خانواده چه اتفاقی رخ می‌دهد. آیا مالکان خانوادگی بیشتر شبیه به شرکت‌های غیر خانوادگی رفتار می‌کنند و با استفاده از تأمین مالی بدهی در پروژه‌های پر مخاطره‌تر سرمایه‌گذاری می‌نمایند یا برای کاهش این مخاطره مقدار بیشتری وجه نقد نگهداری می‌کنند؟ این مقاله سعی دارد زمینه لازم برای توضیح استراتژی‌های مالی مورد استفاده شرکت‌های خانوادگی را فراهم آورد. همچنین با ارائه شواهدی مبنی بر اینکه ساختار مالکیت خانوادگی باعث کاهش اختلافات نمایندگی می‌شود، به مجموعه پژوهش‌های مربوط به

شرکت‌های خانوادگی کمک نماید. در ادامه، ابتدا به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش می‌پردازیم. سپس فرضیه‌ها، مدل‌های پژوهش و جامعه آماری ارائه می‌شوند و در انتها نتایج آزمون مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

شرکت‌های خانوادگی در دنیای اقتصاد دارای اهمیت روزافزونی هستند به طوری که تقریباً ۳۵ درصد از ۵۰۰ شرکت بزرگ آمریکایی را شرکت‌های خانوادگی تشکیل می‌دهند (امیدوار، ۱۳۸۹). به همین منظور در بسیاری از کشورهای جهان، شاخص‌های متفاوتی برای شناسایی این گونه شرکت‌ها معرفی شده است. در حالی که متأسفانه در ایران به دلیل شفافیت پایین اطلاعات افشاء شده در مورد ماهیت و مالکیت شرکت‌ها، تاکنون پژوهش‌های اندکی با محوریت شرکت‌های خانوادگی صورت گرفته است.

ساختار مالکیت شرکت‌ها می‌تواند بسیار متنوع باشد و موجب ایفای نقش طیف وسیعی از سهامداران حقیقی و حقوقی شود (اندرسون و ریپ، ۲۰۰۳). یکی از ویژگی‌های شرکت‌های سهامی هام، تفکیک مالکیت و کنترل است که می‌تواند موجب اختلافات نمایندگی شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶، دمستر و لن، ۱۹۸۵؛ شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶). نظریه نمایندگی بیان می‌کند در رابطه‌ای که یک طرف (موکل)، طرف دیگر (نماینده) را به خدمت می‌گیرد به علت وجود اختلاف در منافع طرف‌های درگیر در قرارداد، تضاد منافع افزایش می‌یابد (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). با توجه به این که در صورت وجود تنوع در مالکیت، هزینه‌های نمایندگی افزایش می‌یابد؛ شرکت‌هایی که مالکیت متمرکز دارند (مانند شرکت‌های خانوادگی) بیش از شرکت‌های دارای مالکیت متنوع ارزش-گلزاری می‌شوند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶).

در شرکت‌های خانوادگی عموماً بخش زیادی از سهام در اختیار یک یا چند سهامدار عمده حقیقی از اعضای یک خانواده قرار دارد که تبعاً اعضای خانواده می‌توانند در بخش‌های مدیریتی و عملیاتی شرکت فعالیت نمایند؛ از این رو این افراد می‌توانند به عنوان مالک و نماینده در شرکت محسوب شوند (نمازی و محمدی، ۱۳۸۹). به عبارت دیگر، حضور سهامداران حقیقی از یک خانواده با در اختیار داشتن درصد بالای سهام و یا حضور آن‌ها در هیأت مدیره به نوبه‌ی نشان از خانوادگی بودن مالکیت شرکت است (اندرسون و ریپ، ۲۰۰۳). دمستر و لن (۱۹۸۵) اظهار می‌دارند در شرکت‌های خانوادگی که اکثر سهامداران از اعضای یک خانواده هستند، نظارت مستقیم سهامداران

بر مدیریت بیشتر است. این موضوع باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات می‌شود زیرا اگر این نظارت نیاز به دانش و آگاهی نسبت به فعالیت‌های شرکت داشته باشد، اعضای یک خانواده آگاهی بیشتری نسبت به فعالیت‌های شرکت دارند (اندرسون و ریب، ۲۰۰۳).

در شرایط کنونی ایران، شرکت‌ها برای تعیین درصد معینی از میزان مالکیت در شرکت‌های خانوادگی، ابتدا باید شرایطی که سهامداران نفوذ فراوانی بر شرکت دارند را بررسی نمایند. بند ششم استاندارد شماره ۲۰ حسابداری ایران به این صورت به مسأله پرداخته است: «اگر واحد سرمایه‌گذار به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم (برای نمونه، از طریق واحدهای تجاری فرعی) دست کم ۲۰ درصد از حق رأی واحد سرمایه‌پذیر را در اختیار داشته باشد، فرض می‌شود که از نفوذ فراوانی برخوردار است؛ مگر این که نبود چنین نفوذی را بتوان به‌روشنی اثبات کرد. بالعکس، اگر واحد سرمایه‌گذار به‌صورت مستقیم یا غیرمستقیم (برای نمونه، از طریق واحدهای تجاری فرعی) کمتر از ۲۰ درصد حق رأی واحد سرمایه‌پذیر را در اختیار داشته باشد، فرض می‌شود که از نفوذ فراوانی برخوردار نیست؛ مگر این که وجود چنین نفوذی را بتوان به‌روشنی اثبات کرد. تعلق بخش قابل توجه یا اکثریت سهام یک واحد سرمایه‌پذیر به واحد دیگر، لزوماً مانع اعمال نفوذ فراوان توسط سایر سرمایه‌گذاران نمی‌شود. به‌گونه‌ای مشابه، چاکراباتی (۲۰۰۹) معتقد است که اگر در شرکتهای اعضای خانواده تملک دست کم ۲۰٪ از سهام شرکت را داشته باشند، به‌عنوان شرکت خانوادگی شناخته می‌شوند. با توجه به تعاریف و معیارهای مختلف بیان‌شده در خصوص شرکت‌های خانوادگی، در این پژوهش شرکت‌هایی خانوادگی محسوب می‌شوند که دست کم، حائز یکی از شرایط زیر باشند:

۱. یک یا چند نفر از اعضای یک یا دو خانواده، مالک حداقل ۲۰٪ از سهام شرکت باشند؛ مگر اینکه باوجود تملک حداقل ۲۰٪ از سهام، نفوذ فراوان یا کنترل بر شرکت نداشته باشند.

۲. حداقل ۵۰٪ از اعضای هیأت مدیره از اعضای یک خانواده باشند.

۳. به نحوی، نفوذ فراوان و یا کنترل بر شرکت توسط اعضای خانواده ثابت شود، حتی اگر مالکیت اعضای خانواده کمتر از ۲۰٪ باشد.

ترکیب مختلف سهامداران شرکت اثرات متفاوتی بر عملکرد شرکت‌ها، نحوه انعکاس اطلاعات شرکت در بازار و تقارن اطلاعات می‌گذارد (ستایش و همکاران، ۱۳۹۳). افزون بر این، تصمیم‌گیری در خصوص ساختار سرمایه به معنی نحوه تأمین مالی شرکت، مانند سایر تصمیمات مدیران مالی بر ارزش شرکت اثرگذار است (معین‌الدین و همکاران، ۱۳۹۳). شرکت‌ها از منابع تأمین مالی درونی

و بیرونی استفاده می‌کنند که در منابع مالی درونی به‌جای تقسیم سود در بین سهامداران، آن را برای فعالیت‌های عملیاتی به کار می‌گیرند و در منابع بیرونی از محل بدهی‌ها و سهام اقدام به تأمین مالی می‌نمایند (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۲). بنابراین انتظار می‌رود که نحوه تأمین مالی و نسبت منابع به کاررفته در ساختار مالکیت شرکت‌های خانوادگی و سایر شرکت‌ها دارای تفاوت محسوسی باشد. برای نمونه، شرکت‌های دولتی به‌منظور کاهش جریان‌های نقد آزاد تحت اختیار مدیران، تمایل به پرداخت سود تقسیمی بیشتری دارند. در حالی که شرکت‌های خصوصی و خانوادگی بیشتر به تأمین مالی داخلی وابسته هستند و تمایل به پرداخت سود تقسیمی کمتری دارند. به‌عبارت‌دیگر، این شرکت‌ها در تأمین سرمایه از خارج و از طریق بدهی‌های بلندمدت وابستگی کمتری دارند (فرس و همکاران، ۲۰۱۶). البته باید توجه داشت که استقرار مدیریت خانوادگی به معنای ناکارآمدی نیست؛ بلکه بدین معناست که مالک-مدیر به دنبال استراتژی متعادل‌کننده سود و منافع شخصی است (اسمیرنوا و همکاران، ۲۰۱۵). مالکیت خانوادگی مؤسس نوع خاصی از مالکیت متمرکز است که در مورد تأثیر آن بر تقاضا و عرضه کیفیت سود دو نظریه رقیب در ساختار نمایندگی وجود دارد که عبارت‌اند از اثر سنگربندی<sup>۱</sup> و اثر همسویی<sup>۲</sup>. اثر سنگربندی، پیش‌بینی می‌کند که سهامداران دارای بیشترین سهم مالکیت (در اینجا سهامداران خانوادگی)، احتمالاً در جهت کسب ثروت سایر سهامداران تلاش نمی‌کنند. در مقابل، اثر همسویی پیش‌بینی می‌کند که با افزایش مالکیت، انگیزه مدیران باانگیزه سهامداران خرد همسویی پیدا می‌کند (اسمیرنوا و همکاران، ۲۰۱۵). بنابراین مطابق با آنچه مطرح شد می‌توان گفت با توجه به نوع ساختار مالکیت، شرکت‌ها برای تأمین مالی از نسبت‌های مختلفی از وجه نقد، بدهی و سود استفاده می‌کنند.

بر مبنای نظریه موازنه<sup>۳</sup>، عوامل تعیین‌کننده وجه نقد شرکت‌ها شامل فرصت‌های سرمایه‌گذاری، میزان نقد شوندگی دارایی‌های جاری، اهرم مالی، اندازه شرکت، جریان نقدی،

### 1. Entrenchment Effect

اثر سنگربندی به یکی از رفتارهای مدیران اشاره دارد به‌طوری‌که در این حالت، مدیران اقدام به سرمایه‌گذاری‌هایی می‌نمایند که ارزش بیشتری برای آن‌ها نسبت به سهامداران دارد. بنابراین سهامداران با نوعی خطر اخلاقی مواجه هستند.

### 2. Alignment Effect

اثر همسویی در مقابل اثر سنگربندی قرار دارد؛ بدین‌صورت که با کاهش هزینه‌های نمایندگی، منافع مدیران و سهامداران در یک راستا قرار می‌گیرد و مدیران در جهت منافع هر دو گروه فعالیت می‌کنند.

### 3. Static Trade-Off Theory

عدم اطمینان جریان نقدی، سررسید بدهی و پرداخت سود سهام است (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۳). افزون بر این، عدم تقارن اطلاعات می‌تواند بر سطح نگهداشت وجوه نقد شرکت‌های دارای سطح فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا تأثیر بگذارد. عدم تقارن اطلاعات میان مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی ممکن است باعث شود که سرمایه‌گذاران اوراق بهادار جدید منتشر شده از سوی شرکت‌ها را تریل کنند. بنابراین، سرمایه‌گذاران در هنگام تریل بالا، برای تأمین مالی یک پروژه با ارزش فعلی خالص مثبت به سرمایه بیرونی نیاز دارند و احتمالاً تصمیم به انصراف از پروژه می‌گیرند (فروت، ۱۹۹۳). از این رو، شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالاتری دارند و عدم قطعیت جریان‌های نقدی آن‌ها بالاتر است، احتمالاً برای اطمینان از امکان تأمین سرمایه (زمانی که جریان نقد داخلی اندک و تأمین سرمایه از بیرون هزینه‌بر است)، وجوه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند (اسمیرنوا و همکاران، ۲۰۱۵). یکی از عوامل دیگر تأثیرگذار بر موجودی نقد شرکت، هزینه‌های نمایندگی احتیاط مدیریتی<sup>۱</sup> می‌باشد. افزایش سطح مالکیت مدیریتی می‌تواند از طریق همسو کردن منافع مدیران و سهامداران، هزینه‌های نمایندگی احتیاط (جداسازی) مدیریتی را کاهش دهد. از آنجایی که شرکت‌ها با کاهش سود تقسیمی یا افزایش وجوه نقد با فروش دارایی‌ها می‌توانند وجوه نقد را حفظ کنند، شرکت‌های پرداخت‌کننده سود تقسیمی یا شرکت‌هایی که به سادگی می‌توانند دارایی‌های خود را بفروشند، وجوه نقد کمتری نگهداری می‌کنند (اوپلر و همکاران، ۱۹۹۹). به‌طور کلی انگیزه شرکت برای نگهداشت وجه نقد شامل انگیزه معاملاتی، انگیزه احتیاطی و انگیزه سفته‌بازی است. انگیزه معاملاتی مربوط به انگیزه نگهداری وجه نقد برای معامله است. انگیزه احتیاطی اشاره به مقابله با ریسک کمبود نقدینگی و استفاده از فرصت‌های تجاری و اجتناب از ورشکستگی دارد. انگیزه سفته‌بازی به نگهداری دارایی‌های نقدی شرکت‌ها برای بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری غیرمنتظره آتی در شرایطی که تأمین مالی خارجی هزینه‌بر است، گفته می‌شود (هال و همکاران، ۲۰۱۳).

با توجه به نظریه علامت‌دهی، مدیران اطلاعات خاصی در مورد انتظاراتشان از درآمدهای آتی شرکت را به سرمایه‌گذاران نشان می‌دهند (بهاتاچاریا، ۲۰۰۷). سود تقسیمی از جمله عواملی است که انتظارات مدیران درباره سودهای آتی شرکت را نشان می‌دهد و اساس و پایه پرداخت آن، کسب سود به‌طور منظم است. شرکتی که نتواند به‌طور منظم سود کسب کند به‌طور حتم، نمی‌تواند سیاست تقسیم سود منظمی داشته باشد (براو و همکاران، ۲۰۰۵). دو دیدگاه در مورد تأثیر مالکیت مدیریتی (که در آن اعضای خانواده درصد سهام قابل توجهی را در اختیاردارند) بر سیاست

### 1. Agency Costs of Managerial Discretion

تقسیم سود وجود دارد. در دیدگاه اول استدلال می‌شود که افزایش سود تقسیمی منجر به کاهش مشکلات نمایندگی و تضاد منافع ناشی از جریان‌های نقد آزاد می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶). سرمایه‌گذاران داخلی برای حفظ کنترل خود بر وجوه نقد قابل توزیع، ترجیح می‌دهند سود تقسیمی کمتری پرداخت شود (کرمی و اسکندر، ۱۳۸۸). در دیدگاه دوم بیان می‌شود که این نوع مالکیت ممکن است در جهت همگرایی منافع بین مدیر و سهامداران و کاهش مشکلات جریان‌های نقدی آزاد مؤثر باشد (استراتیس و وو، ۲۰۰۴). مدل‌های مبتنی بر نمایندگی، پیش‌بینی‌های متناقضی درباره اهرم مالی و سودآوری ارائه می‌دهند. از یک‌سو مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) بر اساس مدل علامت‌دهی بیان می‌کنند که شرکت‌هایی با سودآوری بیشتر، باید از نسبت بدهی کمتر بهره‌برند. درحالی‌که مدل جریان نقد آزاد جنسن (۱۹۸۶) نشان می‌دهد که شرکت‌های با سودآوری بالا، از بدهی بیشتری برای کنترل مسائل نمایندگی استفاده می‌کنند.

شرکت‌هایی که تعداد و درصد سهامداران بیرونی آن‌ها کم است، به توزیع سود تمایلی ندارند زیرا با توجه به نظریه نمایندگی با افزایش پراکندگی مالکیت (تعداد) و درصد سهامداران بیرونی، سود سهام نقدی مورد مطالبه سهامداران افزایش می‌یابد (جهان‌خانی و قربانی، ۱۳۸۴). همچنین در شرکت‌هایی که دارای تمرکز مالکیت بیشتری هستند، برای بهبود نظم مالی یا همگرایی منافع بین مدیران و سهامداران ضرورتی برای توزیع سود بیشتر نیست زیرا در غیاب تضادهای نمایندگی، سهامداران به اندازه کافی اطمینان دارند که جریان‌های نقدی شرکت به‌طور صحیح استفاده می‌شود. بنابراین، انتظار می‌رود که سود کمتری توزیع شود و رابطه معکوسی میان تمرکز مالکیت و تقسیم سود وجود داشته باشد. از سوی دیگر، سهامداران بزرگ (شرکت‌های متمرکز) برای الزام شرکت‌ها به توزیع جریان‌های نقدی اضافی یا مازاد به‌منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی، قدرت کافی دارند. بر این اساس، انتظار می‌رود رابطه تمرکز مالکیت و تقسیم سود، هم‌جهت باشد (هارادا و نگوین، ۲۰۰۶). در پژوهش حاضر تلاش می‌شود یافته‌های حاصل موجب غنای ادبیات مربوط به شرکت‌های خانوادگی شود و به دانش نظری علاقه‌مندان به این گونه شرکت‌ها بیفزاید.

### پیشینه پژوهش

برخی از مطالعات اخیر به بررسی تأثیر وجوه نقد، بدهی و سود بر عملکرد و ارزش انواع شرکت‌ها از جمله شرکت‌های خانوادگی پرداخته‌اند. به‌عنوان نمونه، یافته‌های پژوهش جنسن و همکاران (۱۹۹۲) در بررسی رابطه ساختار مالکیت و سیاست‌های بدهی و تقسیم سود حاکی از آن



است که سطح مالکیت داخلی (مدیریتی) بین شرکت‌ها متفاوت است و شرکت‌های با مالکیت داخلی بالا، سطح بدهی و سود تقسیمی پایین‌تری را انتخاب می‌کنند. مک کوناگی و همکاران (۲۰۰۱) به ارزیابی عملکرد، ریسک و ارزش شرکت‌های خانوادگی با استفاده از نظریه نمایندگی پرداختند. آن‌ها دریافتند که در شرکت‌های خانوادگی ارزش بازار سرمایه نسبت به ارزش دفتری و نسبت‌های عملیاتی بیشتر از شرکت‌های غیر خانوادگی است و شرکت‌های خانوادگی دارای بدهی و ریسک کمتری هستند.

چن و همکاران (۲۰۰۵) به بررسی ارتباط تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج حاکی از آن است که بین مالکیت خانوادگی و بازده دارایی و حقوق صاحبان سهام رابطه‌ای وجود ندارد؛ درحالی که میان مالکیت خانوادگی و پرداخت سود ارتباط اندکی وجود دارد. هارادا و نگوین (۲۰۰۶) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های ژاپنی پرداختند. نتایج نشان‌دهنده رابطه معکوس بین تمرکز مالکیت و سود تقسیمی پرداخت شده است.

براکمن و همکاران (۲۰۰۸) نشان دادند که مقدار نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی ۴۷٪ بیشتر از شرکت‌های غیر خانوادگی است زیرا همسویی منافع بین خانواده مؤسس و سایر سهامداران در این شرکت‌ها بیشتر است و خانواده مؤسس موجب بهبود نظارت شده است. آن‌ها همچنین دریافتند که نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها، در شرکت‌های خانوادگی بیشتر است و این نتایج عمدتاً در شرکت‌هایی به‌دست آمده است که مدیر ارشد اجرایی آن‌ها جزء هیأت مؤسس شرکت بوده است.

گارسیا و سنچز (۲۰۱۱) ارتباط بین ارزش شرکت و ساختار سرمایه را برای ۵۶ شرکت غیرمالی اسپانیا مورد بررسی قرار دادند که نتایج نشان‌دهنده رابطه معناداری میان تمرکز مالکیت و ارزش شرکت است.

سابرامانیا و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت و میزان وجه نقد نگهداری شده پرداختند و دریافتند شرکت‌هایی که دارای مالکیت غیرمتمرکز و متنوع‌تری هستند در مقایسه با شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند.

پلنزون و زاروتسکی (۲۰۱۲) عملکرد نمونه بزرگی از شرکت‌های خانوادگی تازه تأسیس را در بریتانیا، فرانسه، آلمان و ایتالیا بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که این شرکت‌ها بازده دارایی بیشتر،

حاشیه سود بالاتر و نرخ بقای بیشتری نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی دارند. آن‌ها این نتیجه را به مدیران این شرکت‌ها نسبت می‌دهند زیرا آن‌ها نسبت وجوه نقد بالاتری را نگهداری می‌کنند. لیو و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد شرکت‌های خانوادگی دارای اختیار کنترل بیشتر، تمایل به نگهداشت وجه نقد دارند که انگیزه نگهداری وجه نقد از طریق تضاد منافع میان سهامداران کنترلی و نظارتی توجیه می‌شود. یکی از مهم‌ترین عوامل انگیزشی نگهداری وجه نقد وجود مشکل وراثت بین اعضا در شرکت‌های خانوادگی می‌باشد.

اسمیرنوا و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی ساختار مالی بنگاه و مالکیت خانوادگی پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از این است که بنگاه‌های خانوادگی معمولاً وابستگی کمتری به تأمین مالی بدهی در بلندمدت دارند، سود کمتری پرداخت می‌کنند و موجودی نقد احتیاطی بیشتری نگهداری می‌نمایند. لاردون و همکاران (۲۰۱۷) کنترل مدیران اجرایی مستقل، هیأت مدیره و سیاست تأمین مالی شرکت‌های خانوادگی کوچک را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که ساختار مدت بدهی در زمان بررسی سیاست بدهی شرکت‌های خانوادگی دارای اهمیت است. همچنین اهرم مالی در شرکت‌های خانوادگی با مدیران اجرایی مستقل، پایین‌تر می‌باشد.

با توجه به اینکه اهمیت شرکت‌های خانوادگی در ایران اخیراً مورد توجه قرار گرفته است و تحلیل اندکی پیرامون موضوع مورد بررسی وجود دارد؛ در ادامه نتایج مقالاتی که در ارتباط با این زمینه انجام شده‌اند مرور می‌شود. به‌عنوان نمونه، نمازی و محمدی (۱۳۸۹) کیفیت سود و بازده برای شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی را مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که میان کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی، تفاوت معناداری وجود ندارد.

مقیمی و سید امیری (۱۳۸۹) عوامل رشد و توسعه شرکت‌های خانوادگی استان تهران را برای دو صنعت نساجی و نفت مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها حاکی از آن است که بین حاکمیت و کنترل خانواده و رشد و توسعه کسب‌وکارهای خانوادگی در صنایع مورد نظر ارتباط معناداری وجود ندارد.

مهرآذین و همکاران (۱۳۹۲) مدیریت سود در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی را ارزیابی نمودند و دریافتند که رابطه معناداری بین مدیریت سود و ساختار مالکیت شرکت وجود

داشته و به‌طور متوسط شرکت‌های غیر خانوادگی مدیریت سود بیشتری نسبت به شرکت‌های خانوادگی دارند.

پژوهش خواجه‌ری و همکاران (۱۳۹۲) بر رابطه مالکیت خانوادگی، ترکیب هیأت مدیره و کیفیت گزارشگری مالی متمرکز است. نتایج به‌دست آمده بر عدم تأثیر حاکمیت و کنترل خانوادگی بر رابطه بین ترکیب هیأت مدیره و کیفیت گزارشگری مالی دلالت دارد.

مهرانی و پروانی (۱۳۹۳) پس از بررسی کیفیت افشاء در شرکت‌های خانوادگی دریافتند که این شرکت‌ها از لحاظ کیفیت افشاء نسبت به سایر شرکت‌ها برتری ندارند زیرا مالکان و مدیران به دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، ضرورتی برای کاهش آن و کیفیت افشاء نمی‌بینند.

یافته‌های پژوهش هشی و علیخانی (۱۳۹۴) در بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و مالکیت غیر خانوادگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشان‌دهنده وجود رابطه منفی معنادار میان مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکت است.

قالیاف اصل و ولی زاده (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقد شوندگی سهام پرداختند. آن‌ها دریافتند که بین عدم تقارن اطلاعاتی و نقد شوندگی سهام با سیاست تقسیم سود شرکت به ترتیب رابطه منفی و مثبت معناداری وجود دارد.

فخاری و فصیح (۱۳۹۵) به مطالعه تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌ها حاکی از آن است که مالکیت خانوادگی تأثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد.

رهنمای رودپشتی، اسلامی مفیدآبادی و احمدزاده (۱۳۹۵) در پژوهشی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار تأمین مالی بر سیاست پرداخت سود سهام را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار تأمین مالی بر سیاست پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مباحث مطرح‌شده در مبانی نظری، فرضیه‌ها به شرح زیر مورد بررسی قرار می‌گیرند:

**فرضیه اول:** رابطه معناداری بین مالکیت خانوادگی و نگهداشت وجه نقد وجود دارد.

**فرضیه دوم:** رابطه معناداری بین مالکیت خانوادگی و تأمین مالی از طریق بدهی‌های بلندمدت

وجود دارد.

فرضیه سوم: رابطه معناداری بین مالکیت خانوادگی و سود تقسیمی وجود دارد.  
 فرضیه چهارم: شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی، وجوه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند.  
 فرضیه پنجم: شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی، وابستگی کمتری به تأمین مالی از طریق بدهی‌های بلندمدت دارند.  
 فرضیه ششم: شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی، سود تقسیمی کمتری پرداخت می‌کنند.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی است و به لحاظ جمع‌آوری اطلاعات، از جمله پژوهش‌های توصیفی و همبستگی است. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از روابط همبستگی استفاده شده است. پس از جمع‌آوری داده‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین، محاسبات در نرم‌افزار اکسل انجام شده است. همچنین برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم‌افزارهای SPSS نسخه ۲۰ و EViews نسخه ۹ استفاده شده است.

### مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، برای آزمون هر یک از فرضیه‌های ۱ تا ۳ از مدل‌هایی به شرح زیر استفاده می‌شود. مدل ۱ برای فرضیه اول (بررسی رابطه مالکیت خانوادگی و نگهداشت وجه نقد)، مدل ۲ برای فرضیه دوم (بررسی رابطه مالکیت خانوادگی و تأمین مالی از طریق بدهی‌های بلندمدت) و مدل ۳ برای فرضیه سوم (بررسی رابطه مالکیت خانوادگی و سود تقسیمی) مورد استفاده قرار می‌گیرند. برای آزمون فرضیه‌های ۴ تا ۶ از آزمون‌های مقایسه میانگین دو جامعه استفاده می‌شود که با توجه به غیر نرمال بودن توزیع داده‌ها، از آزمون نا پارامتریک U من-ویتنی استفاده شده است.

مدل ۱

$$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Family Indicator} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{Leverage}_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل ۲

$$\text{Long-term debt}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Family Indicator} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{CVA}_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل ۳

$$\text{Dividends}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Family Indicator} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it}$$

**نگهداری وجه نقد (CASH):** عبارت است از سطح نگهداشت وجه نقد که مستقیماً از ترازنامه شرکت‌ها به دست می‌آید و برای کاهش تأثیر اندازه شرکت‌ها، مقادیر وجه نقد بر کل دارایی‌های شرکت تقسیم می‌گردد (نورافکن، ۱۳۹۱). شرکت برای اجتناب از هزینه‌های ناشی از شرایط غیرمنتظره، دارای انگیزه احتیاطی است و هرچه احتمال وقوع شرایط پیش‌بینی نشده و پیامدهای منفی آن بیشتر شود، مدیریت تمایل به نگهداشت وجه نقد بیشتری خواهد داشت (مرادی و هاتفی، ۱۳۹۳).

$$\text{متغیر نگهداری وجه نقد} = \frac{\text{سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت} + \text{وجه نقد}}{\text{جمع دارایی‌ها}}$$

**بدهی بلندمدت (Long-term debt):** تعهدات شرکت که دارای سررسیدی بیش از یک سال هستند که از ترازنامه قابل استخراج است.

**سود تقسیمی (Dividends):** یکی از مهم‌ترین تصمیمات مالی، تخصیص سود هر سهم به سود تقسیمی (میزان سود تقسیم شده میان سهامداران) و سود انباشته است (مشایخ و عبدالهی، ۱۳۹۰).  
**مالکیت خانوادگی (Family Indicator):** مطابق با پژوهش نمازی و محمدی (۱۳۸۹) و خواجه‌وی و اسحاقی (۱۳۹۳)، در این پژوهش شرکت‌هایی خانوادگی محسوب می‌شوند که دست‌کم حائز یکی از شرایط زیر باشند:

۱. یک یا چند نفر از اعضای یک یا دو خانواده، مالک حداقل ۲۰٪ از سهام شرکت باشند؛ مگر این‌که باوجود تملک حداقل ۲۰٪ سهام، نفوذ فراوان یا کنترل بر شرکت را نداشته باشند.
۲. حداقل ۵۰٪ از اعضای هیأت مدیره، از اعضای یک خانواده باشند.
۳. به نحوی، نفوذ فراوان و یا کنترل بر شرکت توسط اعضای خانواده ثابت شود، حتی اگر مالکیت اعضای خانواده کمتر از ۲۰٪ باشد.

در این شاخص ارزش یک برای شرکت‌های خانوادگی و ارزش صفر برای شرکت‌های غیر خانوادگی در نظر گرفته می‌شود.

**اندازه شرکت (Size):** بیانگر درآمد فروش است که از صورت سود و زیان استخراج می‌شود و برای کوچک شدن اعداد و یکسان‌سازی آن‌ها به صورت لگاریتم در مدل قرار می‌گیرد (زیرمن، ۱۹۸۳).

**بازده دارایی‌ها (ROA):** معیاری از سودآوری شرکت است که به‌عنوان شاخصی برای سنجش تداوم فعالیت و پیش‌بینی فعالیت‌های آتی واحد تجاری استفاده می‌شود (احمد پور و احمدی، ۱۳۸۷). با توجه به پژوهش گاتی و همکاران (۲۰۱۱)، در این پژوهش متغیر سودآوری نشان‌دهنده نسبت سود عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت است.

ارزش وثیقه‌ای دارایی‌ها (CVA): سطح وثیقه‌ای دارایی‌های شرکت، به صورت نسبت جمع دارایی‌های ثابت بر کل دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است. نوع دارایی‌های تحت مالکیت شرکت می‌تواند بر ساختار سرمایه شرکت تأثیرگذار باشد. هرچه دارایی‌های مشهود شرکت بیشتر باشد، بستانکاران اطمینان بیشتری دارند که در صورت ورشکستگی می‌توانند دارایی‌های شرکت را به وجوه نقد تبدیل نمایند (بسلر و همکاران، ۲۰۱۱).

اهرم مالی (Lever): اهرم مالی از طریق تقسیم مجموع بدهی‌ها بر مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید.

### جامعه و نمونه پژوهش

به منظور بررسی مقایسه‌ای ساختار نقدینگی، تأمین مالی بلندمدت و تقسیم سود در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی ۱۳۲ شرکت بوسی انتخاب شده‌اند. جامعه مورد بررسی شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ است. برای نمونه‌گیری آماری از روش حلقه‌ای (شرفال‌گری) استفاده شده است که در آن نمونه‌های انتخاب شده از شرایط زیر برخوردارند:

۱. طی دوره پژوهش در بورس اوراق بهادار موجود باشند و تغییر سال مالی نداشته باشند.
  ۲. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر واسطه‌گری‌های مالی نباشند زیرا عمده فعالیت‌های این شرکت‌ها دارای ماهیت متفاوتی است.
  ۳. به منظور افزایش مقایسه پذیری داده‌ها، سال مالی شرکت‌های مورد نظر منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
  ۴. اطلاعات مورد نیاز جهت انجام این پژوهش در دسترس باشند.
- نمونه آماری با توجه به محدودیت‌های ذکر شده و با توجه به معیارهای شناسایی شرکت‌های خانوادگی، در نهایت شامل ۲۷ شرکت خانوادگی و ۱۰۵ شرکت غیر خانوادگی می‌باشد.

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش‌های آماری و الگوهای اقتصادسنجی متعددی استفاده شده است که در ادامه به تفصیل تشریح می‌گردند. پس از بررسی مانایی متغیرهای پژوهش، آماره‌های توصیفی متغیرهای مورد نظر ارائه می‌شوند. سپس الگوهای مورد نظر به کمک الگوهای اقتصادسنجی برآورد می‌شود و فرضیه‌ها مورد آزمون قرار می‌گیرند.

### پرسی مانایی و هم جمعی متغیرهای پژوهش

جدول ۱ نتایج آزمون ریشه واحد فیلیس- پرون (PP<sup>۱</sup>) را نشان می‌دهد به طوری که کلیه متغیرهای پژوهش بدون تفاضل گیری مانا هستند. همچنین با توجه به اینکه کلیه متغیرهای مورد استفاده در مدل رگرسیونی با درجه IO (بدون تفاضل گیری) مانا هستند، لزومی به انجام آزمون هم جمعی نیست. از طرف دیگر، با توجه به دو ارزشی بودن متغیر مالکیت خانوادگی<sup>۲</sup>، برای این متغیر از آزمون ریشه واحد هدری<sup>۲</sup> استفاده شده است.

جدول ۱. نتایج آزمون ریشه واحد فیلیس- پرون

متغیرهای پژوهش	مقدار آماره آزمون	سطح معناداری	درجه مانایی
نگهداری وجه نقد	۵۷۳,۵۹۱	۰,۰۰۰	I(0)
بدهی بلندمدت	۳۳۶,۷۸۳	۰,۰۰۵۱	I(0)
سود تقسیمی	۵۱۸,۶۱۵	۰,۰۰۰	I(0)
مالکیت خانوادگی	۴۳,۲۸۷۷	۰,۰۰۰	I(0)
اندازه شرکت	۳۲۵,۰۶۵	۰,۰۰۲۸	I(0)
بازده دارایی‌ها	۴۵۰,۰۵۴	۰,۰۰۰	I(0)
اهرم مالی	۳۹۹,۰۸۸	۰,۰۰۰	I(0)
ارزش وثیقه‌ای دارایی‌ها	۳۳۲,۳۴۱	۰,۰۲۷	I(0)

### یوآوره مدل

از آزمون پرورش- پاگان برای آزمون واریانس ناهمسانی در مدل‌های رگرسیون خطی استفاده می‌شود که وابستگی واریانس جملات پسماند به دست آمده از رگرسیون خطی به مقادیر متغیرهای توضیح دهنده مدل، مورد بررسی قرار می‌گیرد. جهت انجام این آزمون، واریانس ناهمسانی مدل با فرض واریانس همسانی تخمین زده شده و مجدداً جملات پسماند روی متغیرهای توضیح دهنده

1. Phillips & Perron

2. Hadri

رگرسیون به دست می‌آید. با استفاده از معادله رگرسیونی ارتباط معنادار میان جملات پسماند و متغیرهای توضیح‌دهنده مورد آزمون قرار گرفته است.

جدول ۲. آزمون پرورش و پاگان<sup>۱</sup> (ضریب لاگرانژ<sup>۲</sup>)

گروه	نوع	آماره پرورش	سطح معناداری	نتیجه
فرضیه اول	مقاطع (شرکت‌ها)	۷۱۰,۸۲۲۵	۰,۰۰۰۰	شرکت‌ها جدا یا
	زمان (سال‌ها)	۰,۳۶۲۵۵۴	۰,۵۴۷۱	به صورت هم‌زمان
	هر دو	۷۱۱,۱۸۵۱	۰,۰۰۰۰	اثرگذارند.
فرضیه دوم	مقاطع (شرکت‌ها)	۱۵۹۰,۹۴۵	۰,۰۰۰۰	شرکت‌ها جدا یا
	سال‌ها	۰,۵۲۱۲۲۷	۰,۴۷۰۳	به صورت هم‌زمان
	هر دو	۱۵۹۱,۴۶۶	۰,۰۰۰۰	اثرگذارند.
فرضیه سوم	مقاطع (شرکت‌ها)	۹۰۶,۵۸۸۹	۰,۰۰۰۰	شرکت‌ها جدا یا
	سال‌ها	۰,۶۷۳۴۸۲	۰,۴۱۰۸	به صورت هم‌زمان
	هر دو	۹۰۷,۲۶۵۳	۰,۰۰۰۰	اثرگذارند.

با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون ضریب لاگرانژ (پرورش - پاگان)، شرکت‌ها به عنوان واحد مقطعی به صورت جداگانه و به طور هم‌زمان همراه با سال دارای ارتباط معناداری با متغیرهای توضیح‌دهنده هستند و بر مدل اثر می‌گذارند. بنابراین بهترین حالت برای انتخاب مدل در فرضیه‌ها، مدل بدون اثرات (OLS) می‌باشد که در آن فرض می‌شود عرض از مبدأ برای هر یک از مقاطع (شرکت‌ها) متفاوت است.

### آمار توصیفی

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول ۳ ارائه شده است. آماره‌های توصیفی شامل شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین و میانه بوده و انحراف معیار، به عنوان نماینده‌ای از شاخص‌های پراکندگی، ارائه شده است. اختلاف میانگین‌ها از طریق تفاضل میانگین شرکت‌های غیر خانوادگی از میانگین شرکت‌های خانوادگی به دست آمده است.

1. Breusch-Pagan  
2. Lagrang Multiplier



جدول ۳. آمار توصیفی برای متغیرهای تحقیق

متغیرهای پژوهش	مقیاس	شرکت‌های غیر خانوادگی (۱)			شرکت‌های خانوادگی (۲)			اختلاف میانگین (۱) - (۲)
		میانگین	میانه	انحراف معیار	میانگین	میانه	انحراف معیار	
مالکیت خانوادگی	نسبت	۰,۲۰۴۵	۰	۰,۴۰۳۵	—	—	—	
نگهداری وجه نقد	نسبت	۰,۰۵۵	۰,۰۳۳	۰,۰۶۸	۰,۰۵۸	۰,۰۳۷	۰,۰۶۳	
بدهی بلندمدت	لگاریتم	۲,۶۹۵	۲,۶۱۶	۰,۷۲۸	۳,۹۵۷	۳,۹۳۳	۰,۹۲۸	
سود تقسیمی	ریال	۶۸۱,۹۰۲	۳۰۰,۰۰۰	۱۰۹۸۵۰۳	۲۵۸,۸۵۶	۱۶۹,۰۰۰	۲۹۳,۳۰۲	
اندازه شرکت	لگاریتم	۵,۸۱۵	۵,۷۵۹	۰,۶۲۷	۵,۱۹۳	۵,۱۲۹	۰,۹۲۳	
بازده دارایی‌ها	نسبت	۰,۱۲۱	۰,۱۱۹	۰,۱۳۸	۰,۱۱۲	۰,۱۰۳	۰,۱۲۲	
اهرم مالی	نسبت	۰,۶۶۹	۰,۶۶۵	۰,۲۱۹	۰,۶۶۷	۰,۶۰۳	۰,۵۰۰	
ارزش وثیقه	نسبت	۰,۲۴۱	۰,۲۰۰	۰,۱۷۹	۰,۲۲۶	۰,۲۰۳	۰,۱۲۲	

با توجه به جدول بالا اختلاف قابل توجهی بین میانگین نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی وجود ندارد؛ درحالی که میانگین بدهی بلندمدت شرکت‌های خانوادگی کمتر از شرکت‌های غیر خانوادگی است. همچنین اختلاف قابل توجهی میان شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی از لحاظ پرداخت سود وجود دارد.

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

جدول زیر نتایج رگرسیون OLS وجوه نقد، بدهی بلندمدت و سود تقسیمی را بر روی شاخص مالکیت خانوادگی و سایر متغیرهای کنترلی نشان می‌دهند. برآزش مدل اول نشان می‌دهد که تنها ۱۹,۲ درصد از تغییرات وجه نقد وابسته به تغییرات متغیرهای توضیحی است. همچنین آماره F تأیید کننده معناداری کلی ضرایب مدل می‌باشد. سطح معناداری شاخص خانوادگی تأثیر معنادار و مثبت آن را بر میزان نگهداشت وجه نقد نشان می‌دهد بنابراین می‌توان گفت با افزایش تمرکز مالکیت اعضای خانواده، میزان نگهداشت وجه نقد افزایش می‌یابد برای تشخیص علم وجود خودهمبستگی بین خطاها از آزمون دوربین-واتسون استفاده شده است. از آنجا که مقدر آماره به دست آمده برابر ۲,۰۴۸۹ است، لذا همبستگی بین خطاها وجود نداشته و مفروضات مدل خطی رگرسیون برقرار می‌باشد.

جدول ۴. نتایج پرازش مدل اول

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰,۰۱۳۰	۱,۶۲۹۹	۰,۱۰۳۴
شاخص مالکیت خانوادگی	۰,۰۰۹۸	۴,۰۰۵۰	۰,۰۰۰۱
اندازه شرکت	۰,۰۰۷۱	۵,۴۷۵۸	۰,۰۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۰,۰۷۶۷	۸,۰۴۵۵	۰,۰۰۰۰
اهرم مالی	-۰,۰۳۲۶	-۷,۶۳۰۹	۰,۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰,۱۹۲	مقدار احتمال F	۰,۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۱۸۹۵۲۱	مقدار F	۷۷,۴۶۵۲
دوربین واتسون		۲,۰۳۸۸۷۱	

همان‌طور که در جدول ۵ مشاهده می‌شود سطح معناداری مربوط به شاخص مالکیت خانوادگی نشان‌دهنده ارتباط معنادار و منفی آن با میزان بدهی‌های بلندمدت است؛ این موضوع نشان می‌دهد شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی، برای تأمین مالی در شرکت، کمتر از بدهی‌های بلندمدت استفاده می‌کنند. ضریب تعیین نشان می‌دهد متغیرهای توضیحی در مدل، تأثیر قابل توجهی بر متغیر وابسته داشته و حدود ۷۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته (بدهی‌های بلندمدت) را توضیح می‌دهند. همچنین آماره دوربین - واتسون (۱,۶۳۵۹) دلالت بر عدم همبستگی بین خطاها دارد.

جدول ۵. پرازش مدل برای مدل دوم

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۰,۳۲۱۲	-۳,۶۰۷۷۲	۰,۰۰۰۳
شاخص مالکیت خانوادگی	-۰,۲۴۳۷	-۱۰,۰۵۶۹۸	۰,۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰,۸۵۷۴	۵۶,۳۶۶۶۹	۰,۰۰۰۰
بازده دارایی‌ها	-۱,۳۴۰۲	-۱۹,۸۵۳۵۱	۰,۰۰۰۰
ارزش وثیقه‌ای دارایی‌ها	۰,۸۳۱۵	۱۴,۲۰۵۰۶	۰,۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰,۷۵۵۹	مقدار احتمال F	۰,۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۷۵۵۲	مقدار F	۱۰۰۹,۵۲۵
دوربین واتسون		۱,۶۳۵۹	

ضریب تعیین در پرازش مدل سوم نشان می‌دهد که تغییرات متغیرهای توضیحی ۵۱٫۴ درصد موجب تغییر در متغیر وابسته (تقسیم سود) شده است. همچنین شاخص مالکیت خانوادگی دارای ارتباط معنادار و منفی با میزان تقسیم سود است که حاکی از کاهش تقسیم سود در شرکت‌های دارای ساختار مالکیت خانوادگی می‌باشد. آماره دورین - واتسون (۲،۰۱۵۱)، عدم همبستگی بین خطاها را نیز تأیید می‌کند.

جدول ۶. پرازش مدل برای مدل سوم

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۱۳۶،۶۶۵۲	-۱،۴۷۶۸۰	۰،۱۴۰۱
شاخص مالکیت خانوادگی	-۱۷۳،۸۴۸۷	-۹،۰۸۲۸۱۹	۰،۰۰۰۰
اندازه شرکت	۳۷،۵۴۷۲	۱،۷۱۵۳۷	۰،۰۸۶۴
یازده دارایی‌ها	۳۳۹۹،۶۹۴	۳۵،۷۵۰۱۱	۰،۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰،۵۱۴۴	مقدار احتمال F	۰،۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰،۵۱۳۳	مقدار F	۴۶۰،۴۹۰۱
دورین واتسون		۲،۰۱۵۱	

پس از آزمون‌های انجام شده و پرازش مدل‌ها، برای آزمون فرضیه‌های ۳ تا ۶ با توجه به نرمال نبودن داده‌ها برای مقایسه میانگین‌های دو جامعه از آزمون نا پارامتریک U من- ویتنی استفاده شده است. با توجه به جدول ۷، نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم نشان می‌دهد که اختلاف قابل توجهی بین میانگین وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی وجود ندارد. همچنین با توجه به سطح معناداری به دست آمده، فرضیه چهارم رد می‌شود؛ به این معنی که اختلافی بین میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی وجود ندارد.

جدول ۷. نتایج آزمون من- ویتنی برای فرضیه چهارم

میانگین وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی < میانگین وجه نقد در شرکت‌های غیر خانوادگی			
آماره Z	آماره U	سطح معناداری	نتیجه
-۰،۲۰۳	۱۴۰۶۱۸	۰/۴۱۹۷۱۱	رد فرضیه
میانگین رتبه شرکت‌های خانوادگی	۶۶۴،۶۹۲۶	میانگین رتبه شرکت‌های غیر خانوادگی	۶۵۹،۴۲۱۹

مطابق با جدول ۸، در آزمون فرضیه پنجم، سطح معناداری کمتر از سطح خطای آزمون (۰,۰۵) به دست آمده است که نشان می‌دهد فرضیه مورد نظر پذیرفته می‌شود. بنابراین میزان بدهی بلندمدت در شرکت‌های خانوادگی کمتر از شرکت‌های غیر خانوادگی می‌باشد. همچنین مقایسه میانگین‌ها نتیجه حاصل شده را تأیید می‌کند. این نتیجه را می‌توان نشانه‌ای از همسویی بهتر منافع سهامداران و اهداف مدیریت در شرکت‌های خانوادگی دانست. کاهش نیاز به مدیریت محدودیت‌ها در تصمیمات سرمایه‌گذاری، امکان کاهش وابستگی به بدهی بلندمدت را برای آن‌ها فراهم می‌کند. شرکت‌های خانوادگی به سایر مکانیزم‌های نظارتی نظیر اعتبار (جداسازی) و پیوندهای خانوادگی وابسته هستند.

جدول ۸. نتایج آزمون من-ویتی برای فرضیه پنجم

میانگین بدهی‌های بلندمدت در شرکت‌های خانوادگی > میانگین بدهی‌های بلندمدت در شرکت‌های غیر خانوادگی			
نتیجه	سطح معناداری	آماره U	آماره Z
تأیید فرضیه	۰,۰۰۰۰	۷۰۱۸۷	-۱۲,۸۱۰۱
۷۲۸,۶۵۵۲	میانگین رتبه شرکت‌های غیر خانوادگی	۳۹۵,۴۵۱۹	میانگین رتبه شرکت‌های خانوادگی

همان‌طور که در جدول ۹ مشاهده می‌شود، ادعای فرضیه ششم مبنی بر تقسیم سود کمتر در شرکت‌های خانوادگی به علت کمتر بودن مقدار احتمال از سطح خطای مورد انتظار (۰,۰۵) پذیرفته می‌شود. افزون بر این، میانگین‌های محاسبه شده برای دو گروه شرکت‌ها حاکی از اختلاف میان آن‌ها می‌باشد.

جدول ۹. نتایج آزمون من-ویتی برای فرضیه ششم

میانگین تقسیم سود در شرکت‌های خانوادگی > میانگین تقسیم سود در شرکت‌های غیر خانوادگی			
نتیجه	سطح معناداری	آماره U من-	آماره Z
تأیید فرضیه	۰,۰۰۰۰	۱۱۴۰۱۹	-۴,۹۸۷۵
۶۸۶,۹۱۰۵	میانگین رتبه شرکت‌های غیر خانوادگی	۵۵۷,۷۹۳۶	میانگین رتبه شرکت‌های خانوادگی

زمانی که شرکت خانوادگی به یک وضعیت پایدار می‌رسد (یعنی نرخ رشد آن با نرخ تنزیل برابر می‌شود)، مالکان یا می‌توانند سود تقسیمی اعلام کنند و از آن برای تنوع بخشی به پورتفوی بازار استفاده کنند یا می‌توانند در پروژه‌های کم‌مخاطره سرمایه‌گذاری نمایند و در نتیجه آن، نرخ تنزیل را به کمتر از نرخ بازده خود برسانند. بنابراین با توجه به نتایج به‌دست آمده می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌های خانوادگی برای دستیابی به نقطه بهینه مالکیت خانوادگی به استراتژی‌هایی غیر از پرداخت سود متصل می‌شوند.

### نتیجه‌گیری و بحث

نظریه نمایندگی بیان می‌کند تفکیک مالکیت از کنترل و تضاد منافع میان مدیران و سهامداران منجر به ایجاد اختلاف و عدم تقارن اطلاعاتی میان آن‌ها می‌شود. مطالعات انجام شده نشان می‌دهند مالکیت متمرکز شرکت‌های خانوادگی، حضور اعضای خانواده در مناصب مدیریتی و حفظ سهام مالکیت در آن‌ها اختلافات نمایندگی را کاهش می‌دهد؛ همچنین باعث ایجاد ساختار مالکیت کارآمد و سودآور می‌شود. در این راستا، پژوهش حاضر به منظور بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر میزان نگهداشت وجه نقد، تأمین مالی از طریق بدهی‌های بلندمدت و میزان تقسیم سود در شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی انجام شده است. نتایج نشان می‌دهند وجه نقد، میزان تأمین مالی از طریق بدهی‌های بلندمدت و تقسیم سود رابطه معناداری با مالکیت خانوادگی دارند؛ لیکن، اختلاف معناداری میان میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی وجود ندارد. این نتیجه در تضاد با نتایج پژوهش اسمیرنوا و همکاران (۲۰۱۵)، بلنزون و زاروتسکی (۲۰۱۲) و براکمن و همکاران (۲۰۰۸) به‌دست آمده است. آن‌ها نشان دادند که مقدار نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی بیشتر است زیرا همسویی منافع بین خانواده مؤسس و سایر سهامداران در این شرکت‌ها بیشتر می‌باشد و خانواده مؤسس موجب بهبود نظارت شده است. همچنین شرکت‌های خانوادگی در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی وابستگی کمتری به بدهی بلندمدت دارند (در تضاد با نتایج پژوهش سیلوا و مجلوف در سال ۲۰۰۸) و سود تقسیمی کمتری در این شرکت‌ها پرداخت می‌شود که مطابق با نتایج پژوهش هارادا و نگوین (۲۰۰۶) می‌باشد. آن‌ها دریافتند احتمال کمتری وجود دارد که شرکت‌های با مالکیت متمرکز، هم‌زمان با افزایش سودآوری، سود تقسیمی را افزایش دهند. همچنین اسمیرنوا و همکاران (۲۰۱۵) و جنسن و همکاران (۱۹۹۲) نشان دادند که شرکت‌های

خانوادگی بدهی کمتر و سود تقسیمی کمتری نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی دارند. از این رو، بر اساس نتایج اقتصادی حاصل از پژوهش می‌توان هدف از سیاست کاهش سود تقسیمی و سیاست وابستگی کمتر به تأمین مالی بدهی بلندمدت در شرکت‌های خانوادگی را، همسویی منافع سهامداران و اهداف مدیریت در مورد ایجاد ارزش شرکت از طریق کاهش ریسک دانست.

با توجه به گسترش شرکت‌ها با مالکیت خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران و توجه کمتر بر این نوع ساختار مالکیت، پیشنهاد می‌شود این نوع مالکیت از جنبه‌های مختلفی مورد بررسی قرار گیرد و مطالعه تطبیقی در مورد وضعیت شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران در مقایسه با سایر کشورها انجام گیرد. به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود با ارائه شاخص‌های مرتبط با مالکیت خانوادگی و رتبه‌بندی شرکت‌های پذیرفته‌شده از منظر ساختار سرمایه به تخصیص بهینه سرمایه در بازار کمک کنند. همچنین با توجه به نقش سهامداران خانوادگی در رشد و توسعه اقتصادی، شرایط لازم برای آگاهی سرمایه‌گذاران از این نوع مالکیت و پیامدهای آن فراهم شود. افزون بر این، به مدیران و مالکان شرکت‌های خانوادگی توصیه می‌شود با توجه به معافیت‌های مالیاتی و نرخ پایین هزینه سرمایه و در نتیجه، نرخ پایین تأمین مالی بدهی‌های بلندمدت در ایران، نسبت به تأمین مالی از طریق این گونه مکانیزم‌ها مبادرت ورزند. از طرفی دیگر، با توجه به اینکه نتایج فرضیه چهارم در پژوهش حاضر با انتظارات و پژوهش‌های انجام‌شده سازگاری ندارد؛ پیشنهاد می‌شود پژوهشگران دلایل عدم سازگاری این نتایج را با تمرکز بر اختلاف وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی و عوامل مؤثر بر آن مورد بررسی قرار دهند.

در فرآیند پژوهش، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل می‌باشد؛ اما به‌طور بالقوه می‌تواند نتایج را تحت تأثیر قرار دهد. ضرورت دارد نتایج پژوهش با مدنظر قرار دادن محدودیت‌های موجود مورد بررسی قرار گیرد. محدودیت‌های این پژوهش به شرح زیر بوده است:

۱) با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها و به‌طور ویژه شرکت‌های خانوادگی خارج از بورس بایستی با احتیاط انجام گیرد.

۲) در تعریف مالکیت خانوادگی اجماع نظر وجود ندارد؛ بنابراین بر اساس دیدگاه‌های مختلف، روش‌های متفاوتی برای اندازه‌گیری آن وجود دارد. از این رو ممکن است استفاده از روش‌های متفاوت بر نتایج پژوهش اثرگذار باشد.

(۳) عدم افشاء و یا افشای ناکامل سهامداران عمده‌ی شرکت‌های بورسی، یکی از محدودیت‌های مهم این پژوهش به جهت شناسایی شرکت‌های خانوادگی به شمار می‌رود؛ افزون بر این، تعیین وجود نسبت خانوادگی یا عدم وجود آن در نسبت‌های خانوادگی همچون داماد، عروس، مادر و سایر مواردی که نام خانوادگی متفاوتی دارند، از محدودیت‌های دیگر این نوع پژوهش می‌باشد.

### منابع

- احمد پور، احمد؛ احمدی، احمد. (۱۳۸۷). «استفاده از ویژگی‌های کیفی اطلاعات در ارزیابی کیفیت سود شرکت‌ها». *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۲، صص ۳-۱۶.
- امیدوار، علیرضا؛ رستگار، حسین؛ عقدایی، مونا. (۱۳۸۹). «حاکمیت شرکتی در شرکت‌های خانوادگی پاکستان». *مرکز ترویج حاکمیت شرکتی*، آبان ۱۳۸۹.
- جهان خانی، علی؛ قربانی، سعید. (۱۳۸۴). «شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران». *فصل‌نامه تحقیقات مالی*، شماره ۲۰، صص ۲۷-۴۸.
- خواجوی، شکرالله؛ اسحاقی، احمد. (۱۳۹۳). «بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی و غیر خانوادگی بر محافظه‌کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *پیشرفت‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ششم، شماره ۲، صص ۵۳-۸۶.
- خواجوی، شکرالله؛ اعتمادی جوریایی، مصطفی؛ منفرد مهارلویی، محمد؛ منصوری، شعله. (۱۳۹۲). «مالکیت خانوادگی، ترکیب هیأت مدیره و کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصل‌نامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، سال پنجم، شماره ۱۹، صص ۱۱۰-۱۳۶.
- رحیمیان، نظام‌الدین؛ قربانی، محمود؛ شعبانی، کیوان. (۱۳۹۲). «رابطه بین نگهداشت مازاد وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران». *فصل‌نامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال ۱۱، شماره ۴۰، صص ۱۵۱-۱۷۵.
- رهنمای رود پشی، فریدون؛ اسلامی مفیدآبادی، حسین؛ احمدزاده، موسی. (۱۳۹۵). «بررسی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار تأمین مالی شرکت‌ها بر سیاست‌های پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *راهبرد مدیریت مالی*، سال ۴، شماره ۱، صص ۱-۳۶.
- ستایش، محمدحسین؛ رضایی، غلامرضا؛ حسینی‌راد، داوود. (۱۳۹۳). «بررسی نقش ساختار مالکیت بر شیوه‌ی مدیریت وجه نقد و موجودی‌های کالای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ششم، شماره اول، صص ۶۲-۲۹.



- فخاری، حسین؛ فصیح، الهام. (۱۳۹۵). «تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (مبتهی بر تئوری نمایندگی)». *مجله دانش سرمایه‌گذاری*، دوره ۵، شماره ۲۰، صص ۱۶۴-۱۶۵.
- قالیباف اصل، حسن؛ ولی زاده، فریده. (۱۳۹۵). «بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقد شوندگی سهام». *راهبرد مدیریت مالی*، سال ۴، شماره ۳، صص ۱-۲۳.
- کریمی، غلامرضا؛ اسکندر، هدی. (۱۳۸۸). «ترکیب سهامداران و سیاست تقسیم سود». *ماهنامه حسابدار*، سال بیست و چهارم، شماره ۲۰۷، صص ۵۳-۵۷.
- مرادی، مهدی؛ هاتقی‌مجمرد، حجت. (۱۳۹۳). «بررسی حساسیت جریان نقدی سطح نگهداشت موجودی‌های نقد». *دانش حسابداری*، سال پنجم، شماره ۱۹، صص ۵۱-۷۳.
- مشایخ، شهناز؛ عبداللهی، مهین. (۱۳۹۰). «بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال سوم، شماره ۱۰، صص ۷۱-۸۶.
- معین‌الدین، محمود؛ سعیدآوردکاتی، سعید؛ فاضل‌یزدی، علی؛ زین‌الدینی میمند، لیلی. (۱۳۹۳). «بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مجله دانش سرمایه‌گذاری*، سال سوم، شماره نهم، صص ۱۰۱-۱۳۲.
- مقیمی، محمد؛ سید امیری، نادر. (۱۳۸۹). «عوامل مؤثر بر رشد و توسعه شرکت‌های خانوادگی استان تهران؛ پژوهشی در دو صنعت نساجی و نفت». *نصل‌نامه علوم مدیریت ایران*، سال پنجم، شماره ۱۸، صص ۷۷-۹۵.
- مهران، کاوه؛ پروانی، اکبر. (۱۳۹۳). «کیفیت افشاء در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۱، شماره ۴، صص ۵۲۷-۵۳۰.
- مهرآزین، علیرضا؛ قیدیان، بشیر؛ فروتن، امید؛ تقی‌پور، محمد. (۱۳۹۲). «مالکیت خانوادگی، غیر خانوادگی شرکت‌ها و مدیریت سود». *مجله دانش حسابرسی*، سال سیزدهم، شماره ۵۲، صص ۱۵۳-۱۷۱.

- نمازی، محمده؛ محمدی، محمد. (۱۳۸۹). بررسی کیفیت سود و بازده شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره دوم، شماره دوم، صص ۱۵۹-۱۹۴.
- هشی، عباس؛ علیخانی، حمید. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و مالکیت غیر خانوادگی بر عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله تحقیقات حسابداری*، سال هفتم، شماره ۲۵، صص ۲۸-۴۱.
- AhmadPour, A. & Ahmadi, A. (2008). "Using the qualitative characteristics of financial information in evaluating quality of earnings". *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 15(3), 3-16. (in Persian)
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). "Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500". *The journal of finance*, 58(3), 1301-1328.
- Belenzon, S., & Zarutskie, R. (2012). Married to the firm? Family ownership, performance, and financing in private firms. Duke University.
- Bessler, W., Drobetz, W., & Kazemieh, R. (2011). Factors affecting capital structure decisions. *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, And Practice*, John Wiley: New Jersey.
- Bhattacharyya, N. (2007). "Dividend policy: a review". *Managerial Finance*, 33(1), 4-13.
- Booth, L. & Aivazian, A. & Demirguc & Maksimovic. (2001). "Capital Structure in Developing Countries". *The Journal of Finance*, 1(1), 87-130.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). "Payout policy in the 21st century". *Journal of financial economics*, 77(3), 483-527.
- Brockman, P., Martin, X., Wang, D., & Zhang, S. (2008). Family ownership and agency costs: Evidence from the valuation and level of cash holdings. University of Missouri at Columbia.
- Chakrabarty, S. (2009). "The influence of national culture and institutional voids on family ownership of large firms: A country level empirical study". *Journal of International Management*, 15(1), 32-45.
- Chen, Z., Cheung, Y. L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. (2005). "Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong". *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 431-449.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). "The structure of corporate ownership: Causes and consequences". *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- Fakhari, H. & Fasihe, E. (2017). "The impact of family ownership on capital structure on accepted company in TSE (based on agency theory)". *Journal of Knowledge Investment*, 5(20), 145-164. (in Persian)

- Firth, M., Gao, J., Shen, J., & Zhang, Y. (2016). "Institutional stock ownership and firms' cash dividend policies: Evidence from China". *Journal of Banking & Finance*, 65(1), 91-107.
- Froot, K. (1993). Intel Corporation, 1992: Teaching note. Harvard Business School, 5, 294-018.
- García-Meca, E., & Pedro Sánchez-Ballesta, J. (2011). "Firm value and ownership structure in the Spanish capital market". *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 11(1), 41-53.
- Ghalibaf Aal, H. & Vali Zadeh, F. (2016). "The Relationship between Dividend Policy with Information Asymmetry and Stock Liquidity in Tehran Stock Exchange". *Journal of Financial Management Strategy*, 4(3), 1-23. (in Persian)
- Guney, Y., Li, L., & Fairchild, R. (2011). "The relationship between product market competition and capital structure in Chinese listed firms". *International Review of Financial Analysis*, 20(1), 41-51.
- Hall, T., Mateus, C., & Mateus, L. B. (2014). "What determines cash holdings at privately held and publicly traded firms? Evidence from 20 emerging markets". *International Review of Financial Analysis*, 33, 104-116.
- Harada, K. (2006). "Ownership concentration, agency conflict and dividend in Japan". *Journal of Economics and Law*.
- Hoshi, A. & Alikhani, H. (2015). "The relationship between family ownership and ownership of Non-family on the performance of companies in the Tehran Stock Exchange". *Journal of Accounting and Auditing Research*, 7(25), 28-41. (in Persian)
- Jahankhani, A. & Ghorbani, S. (2005). "Identification of the causative factors of dividend policy of listed companies in Tehran Stock Exchange". *Journal of Financial Research*, 7(2), 27-48. (in Persian)
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). "Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies". *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 27(02), 247-263.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Karami, Gh. R. & Eskandar, H. (2009). "Shareholders and Dividend Policy". *Journal of Accountant*, 24(207), 53-57. (in Persian)
- Khajavi, Sh. & Eshaghi, A. (2014). "A Study of Family and Non-family Ownership Influence on Conservatism in Listed Companies of Tehran Stock Exchange". *Journal of Accounting Advances*, 6(2), 53-86. (in Persian)
- Khajavi, Sh., Etemadi Jouryabi, M., Monfared MaharLoei, M. & Mansouri, Sh. (2013). "Family ownership, board composition and quality

- of financial reporting of listed companies in Tehran Stock Exchange". *Journal of Financial Accounting*, 5(3), 110-136. (in Persian)
- Khan, A., & Subramaniam, N. (2012). Family firm, audit fee and auditor choice: Australian evidence. In 2012 Financial Markets & Corporate Governance Conference.
  - Lardon, A., Deloof, M., & Jorissen, A. (2017). "Outside CEOs, board control and the financing policy of small privately held family firms". *Journal of Family Business Strategy*, 8(1), 29-41.
  - Liu, Q., Luo, T., & Tian, G. G. (2015). "Family control and corporate cash holdings: Evidence from China". *Journal of Corporate Finance*, 31, 220-245.
  - Mashayekh, Sh. & Abdolahi, M. (2011). "The relationship between concentration of ownership, performance and dividend policy in listed companies in Tehran Stock Exchange". *Journal of Financial Accounting Research*, 3(10), 71-86. (in Persian)
  - Mcconaughey, D. L., Matthews, C. H., & Fialko, A. S. (2001). "Founding family controlled firms: Performance, risk and value". *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31-49.
  - Mehrani, K. & Parvaei, A. (2015). "Disclosure quality in family firms listed in the Tehran stock exchange". *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21(4), 527-540. (in Persian)
  - Mehrazin, A. R., Ghabdian, Bashir., Forotan, O. & TaghiPour, M. (2013). "Family ownership, Non-family companies and Earnings Management". *Journal of Audit Science*, 13(52), 153-171. (in Persian)
  - MoeinAddin, M., Saeida ardakani, S., Fazel Yazdi, A. & Zeinnadini mimand, L. (2014). "The Impact of Corporate Governance on the Relationship between Capital Structure and Firm Value in the Tehran Listed Firms by Using Structural Equation Modeling". *Journal of Knowledge Investment*, 3(9), 101-132. (in Persian)
  - Moghimi, M. & Seyed Amiri, N. (2010). "Growth Factors Affecting Family Businesses in Tehran". *Journal of Management Sciences in Iran*, 5(18), 77-95. (in Persian)
  - Moradi, M. & Hatefi Majoumerd, H. (2015). "Assessment of Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings". *Journal of Accounting Knowledge*, 5(19), 51-73. (in Persian)
  - Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13 (2): 187-221.
  - Namazi, M. & Mohammadi, M. (2010). "An Investigation of the Earnings Quality of Family Firms and Non-family Firms in Tehran Stock Exchange". *Journal of Accounting Advances*, 2(2), 159-194. (in Persian)

- Omidvar, A. R., Rastegar, Hossein. & Aghdaei, M. (2010). Corporate governance in family firms Pakistan. Center for the promotion of corporate governance. (in Persian)
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). "The determinants and implications of corporate cash holdings". *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Rahimian, N. A., Ghorbanii, M. & Shabani, K. (2014). "The association between excess Cash holding and shareholder value: The case of Tehran security exchange". *Journal of Knowledge Investment*, 3(4), 55-74. (in Persian)
- Rahnamay Roodposhti, F., Eslami Mofid Abadi, H. & AhmadZadeh, M. (2016). "The Investigation of the Effect of Investment Opportunities and Corporate Finance Structure on the Dividend Payout Policies of Companies Listed in Tehran Stock Exchange". *Journal of Financial Management Strategy*, 4(1), 1-36. (in Persian)
- Setayesh, M. H., Rezaei, G. R. & Hosseini Rad, D. (2014). "Extended Abstract The Role of Ownership Structure in the Inventory and Cash Management Practices in the Companies Listed on Tehran Stock Exchange". *Journal of Accounting Advances*, 6(1), 29-62. (in Persian)
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). "Large shareholders and corporate control". *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Silva, F., & Majluf, N. (2008). "Does family ownership shape performance outcomes?". *Journal of Business Research*, 61(6), 609-614.
- Smirnova, E., Tabritzchi, S., & Lange, C. (2015). "Cash holding, use of debt and dividend structure of family firms". *American journal of economics and business administration*, 7(1), 1-10.
- Soltani, B. (2007). Auditing an International Approach. First Edition. England: Pearson education.
- Stouraitis, A, and Wu, L. (2004). The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem. Working paper.
- Stulz, R. (1990). "Managerial discretion and optimal financing policies". *Journal of financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Subramaniam, V., Tang, T. T., Yue, H., & Zhou, X. (2011). "Firm structure and corporate cash holdings". *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 759-773.
- Titman, S. (1984). "The effect of capital structure on a firm's liquidation decision". *Journal of Financial Economics*, 13(1): 137-151.
- Wolk, H.L. Dodd, J.L. Rozycki, J.J. (2007). Accounting Theory: Conceptual Issues in a Political and Economic Environment. Seventh Ed. United states of America: Sage Publication Inc.