

بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

امید پورحیدری^۱
مصطفی دلدار^۲

تاریخ پذیرش: ۹۱/۸/۱

تاریخ دریافت: ۹۱/۶/۲۰

چکیده

هدف اصلی این مطالعه، بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با اتکا بر تئوری‌های اصلی تقسیم سود یعنی تئوری علامت‌دهی، تئوری نمایندگی، تئوری سلسله مراتبی و تئوری چرخه‌ی عمر شرکت می‌باشد. نمونه این تحقیق شامل ۱۴۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۰ می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، از مدل توییت استفاده شده است. برخلاف پیش‌بینی‌ها، نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که میزان سود تقسیمی در شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل کمتر است. همچنین، نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که میزان سود تقسیمی در شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکتهای وابسته به سایر گروه‌ها بالاتر است. سایر یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی با سیاست تقسیم سود رابطه منفی و معنادار وجود دارد. همچنین، سیاست تقسیم سود شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی دارد. علاوه بر این، سیاست تقسیم سود شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی در مقایسه با شرکتهای وابسته به سایر گروه‌ها دارد. نتایج این تحقیق هیچ رابطه معناداری بین عمر شرکت و سیاست تقسیم سود نشان نمی‌دهد.

واژه‌های کلیدی: سیاست تقسیم سود، گروه‌های تجاری، عدم تقارن اطلاعاتی، وابستگی مالی خارجی، مدل توییت.

۱- دانشجویار گروه حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان، (مسئول مکاتبات) Opourheidari@uk.ac.ir

۲- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان، Mostafa.d64@gmail.com

۱- مقدمه

تا یک استراتژی متنوع را اتخاذ کنند و همچنین یک بازار سرمایه داخلی ایجاد کنند (گاپلن^۴، ۲۰۰۷). وجود گروه‌های تجاری موجب آسانتر شدن انتقال اطلاعات در بین شرکتهای عضو (گروه) می‌شود و در نتیجه سطح عدم تقارن اطلاعاتی کاهش پیدا می‌کند. همچنین گروه ممکن است قادر به ایجاد بازارهای سرمایه داخلی که یک راه تأمین مالی بی‌خطر هست، باشند تا از این طریق بتوانند مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را از پیش رو بردارند. بنابراین، این مسأله را می‌توان مطرح کرد که شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل به طور نسبی کمتر به بازار سرمایه خارجی وابسته هستند و ممکن است قادر به پرداخت سود سهام دائمی باشند و یا از سود سهام بالا حمایت کنند. اما به همان اندازه، و شاید ناسازگار، هنگامی که گروه تجاری یک بازار سرمایه داخلی مجازی ایجاد می‌کند، شرکتهای عضو نیازی ندارند تا از سیاست سود سهام برای نشان دادن سودآوری بالا به منظور دسترسی به منابع مالی خارجی استفاده کنند.

این تحقیق به دنبال پر کردن حداقل ۲ شکاف اساسی در ادبیات مالی در ارتباط با اثر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود می‌باشد: شکاف اول، مربوط به تأثیر عضویت در گروه‌های تجاری بر خط‌مشی تقسیم سود با توجه به تئوری‌های مختلف تقسیم سود شامل؛ تئوری علامت‌دهی، تئوری نمایندگی، تئوری سلسله مراتبی و تئوری چرخه‌ی عمر شرکت می‌باشد. در واقع، تأثیر عضویت در گروه‌های تجاری بر خط‌مشی تقسیم سود با توجه به تئوری‌های مختلف تقسیم سود می‌تواند متفاوت باشد. نکته دومی که در بحث تأثیر گروه‌های تجاری بر خط‌مشی تقسیم سود باید به آن توجه نمود آن است که گروه‌های تجاری به طور کلی (کاملاً) همگن یا یکسان نیستند و پیکره و ماهیت این گروه‌ها با هم

بحث درباره اهمیت سیاست تقسیم سود برای نخستین بار از سوی میلر و مودیلیانی^۱ (۱۹۶۱) ارائه شد. به عقیده‌ی آنها در بازار سرمایه کامل، بین سیاست تقسیم سود و ارزش بازار سهام شرکتهای هیچ ارتباطی وجود ندارد. در بازار سرمایه کامل، ارزش شرکت تنها به جریان‌های نقدی آینده بستگی دارد که ناشی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده است. از طرفی دیگر، پژوهش‌های زیادی در زمینه خط‌مشی تقسیم سود در ادبیات مالی صورت گرفته است؛ اما تاکنون به طور کامل به این موضوع پاسخ داده نشده، که چرا شرکتهای سودشان را توزیع می‌کنند یا اینکه چرا، سرمایه‌گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. از این مسئله به عنوان "معمای تقسیم سود" در ادبیات مالی یاد شده است.

محرک و انگیزه‌ی اصلی این تحقیق در ارتباط با پدیده‌ی گروه‌های تجاری و سیاست تقسیم سود، عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی شرکتهای می‌باشد که به تشریح تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود می‌پردازد. لاپورتا^۲ (۲۰۰۰) نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی عوامل تعیین‌کننده‌ای در سیاست تقسیم سود شرکتهای می‌باشند. از نظر قانونی، گروه تجاری در استانداردهای حسابداری ایران تعریف شده است. بند ۴ استاندارد شماره ۱۸، گروه تجاری را بعنوان "واحد تجاری اصلی و واحدهای فرعی آن" تعریف می‌کند (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۹۰).

به احتمال قوی، گروه‌های تجاری سطح عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را کاهش می‌دهند (منوس^۳ و همکاران، ۲۰۱۲). برای مثال، هر کجا جریان ناکارایی از اطلاعات شکل گرفته باشد برای شرکتهای بسیار گران خواهد بود تا منابع مالی خارجی را برای سرمایه‌گذاری در شرکت بالا ببرند لذا، شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری تمایل دارند

متفاوت هستند. در واقع گروه‌های تجاری به دو دسته متنوع و غیر متنوع تقسیم می‌شوند، لذا در این تحقیق یکی دیگر از موضوعات مورد بررسی تأثیر اندازه گروه و تنوع بخشی آنها بر خط‌مشی تقسیم سود می‌باشد.

۲- مبانی نظری تحقیق

سیاست تقسیم سود یکی از مهمترین مباحث مطرح در ادبیات مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداختهای نقدی عمده شرکتها و یکی از مهمترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت تقسیم، و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. به رغم اینکه پرداخت سود تقسیمی مستقیماً سهامداران را بهره‌مند می‌سازد، ولی توانایی شرکت در انباشت سود به منظور بهره‌گیری از فرصتهای رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (بیکر^۵ و همکاران، ۲۰۰۵). به علاوه، این سیاست در بازار سهام، محتوای اطلاعاتی دارد و تغییر آن نیز برای سهامداران حاوی اطلاعات است.

در این تحقیق برای توصیف رابطه بین گروه‌های تجاری با سیاست تقسیم سود از سه تئوری اصلی تقسیم سود یعنی تئوری علامت‌دهی، تئوری نمایندگی، تئوری سلسله مراتبی و همچنین تئوری چرخه‌ی عمر شرکت استفاده شده است. به طور کلی، چارچوب نظری برای توصیف سیاست تقسیم سود در طی دو دهه اخیر بیشتر بر سه تئوری اصلی تقسیم سود یعنی تئوری علامت‌دهی، تئوری نمایندگی و تئوری سلسله مراتبی و اخیراً تئوری چرخه‌ی عمر شرکت استوار بوده است (فریس^۶ و همکاران، ۲۰۰۹).

تئوری علامت‌دهی بر انتقال اطلاعات محرمانه به سهامداران درباره چشم‌انداز آتی شرکت تأکید دارد.

هنگامی که شرکتها با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی بالا مواجه می‌شوند، درصد پرداخت سود خود را به منظور کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین به عنوان نشانه‌ای از سوددهی و کیفیت، بالا می‌برند. هزینه استفاده از سود تقسیمی به عنوان نشانه‌ای از کیفیت و شفافیت ممکن است شرکت را مجبور کند تا برای تأمین منابع مالی خود به بازار سرمایه رجوع کند که این می‌تواند یک نشانه منفی درباره ارزش شرکت به بازار سرمایه انتقال دهد. از اینرو شرکتهایی که وابستگی مالی خارجی بالایی دارند، ترجیح می‌دهند تا از راه‌حل‌های جایگزین استفاده کنند. یک رویکرد جایگزین عدم پرداخت سود یا پرداخت سود کمتر می‌باشد که این خود نشانه‌ای از رشد فرصتهای سرمایه‌گذاری است. بنابراین، طبق تئوری علامت‌دهی می‌توان پیش‌بینی کرد هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاست، شرکتها سود پرداختی خود را افزایش می‌دهند، ولی از سوی دیگر، اگر وابستگی مالی خارجی شرکت بالا باشد شرکتها معمولاً ترجیح می‌دهند تا به جای استفاده از منابع پرهزینه‌ی خارجی، از منابع داخلی استفاده کنند لذا سود پرداختی خود به سهامداران را کاهش می‌دهند.

تئوری نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیریت و مالکیت اشاره دارد. جدایی مالکیت از مدیریت، منجر به مشکلات نمایندگی می‌شود. پرداخت سود سهام ممکن است به کاهش هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع کمک کند به ویژه زمانی که شرکتها با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه هستند؛ زیرا سود سهام نقدی مدیریت را مجبور به ایجاد وجوه نقد کافی برای پرداخت سود سهام می‌کند؛ مدیریت را وادار می‌سازد تا برای تأمین مالی پروژه‌های خود، به بازار سرمایه مراجعه کند و طبعاً اطلاعات بیشتری را در اختیار بازار قرار دهد (کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی)؛ و باعث کاهش جریان وجه نقد مازاد و

هدر رفتن آن شود (لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۰). از آنجا که هزینه تأمین منابع خارجی به مراتب گرانتر از منابع داخلی است، لذا هنگامی که وابستگی مالی خارجی بالاست، شرکتها ترجیح می‌دهند تا به جای آن از منابع داخلی همچون سود انباشته استفاده کنند.

طبق تئوری سلسله مراتبی، شرکتها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، سود پرداختی به سهامداران خود را کاهش می‌دهند. اگر شرکتها به منابع مالی خارجی نیاز داشته باشند ترجیح می‌دهند تا سود پرداختی به سهامداران خود را کاهش دهند تا اینکه این منابع را از بازار سرمایه تأمین کنند. در انطباق با تئوری سلسله مراتبی، شرکتها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، به دو دلیل اساسی پرداخت سود خود را کاهش می‌دهند. اول اینکه، هزینه‌های تأمین مالی خارجی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌رود، و دوم اینکه، هزینه تأمین مالی خارجی همیشه گرانتر از تأمین مالی داخلی است (دشموخ^۷، ۲۰۰۵).

یکی از تئوری‌های جدیدی در ادبیات تقسیم سود، تئوری چرخه‌ی عمر است. طبق تئوری چرخه‌ی عمر، شرکتها معمولاً در سال‌های اولیه تأسیس به دلیل وجود فرصتهای سرمایه‌گذاری سودآور ترجیح می‌دهند سود کمتری بین سهامدارانشان توزیع کنند (دی‌آنجیلو^۸، ۲۰۰۶). با گذشت زمان و با افزایش منابع مالی، شرکتها معمولاً سود پرداختی خود به سهامدارانشان را افزایش می‌دهند. به عبارتی دیگر، میزان سود تقسیمی در شرکتهایی که به دوران بلوغ خود رسیده‌اند، بیشتر است. این در حالی است که در شرکتها با فرصتهای رشد بالا، میزان سود تقسیمی کمتر می‌باشد.

یکی از مزیت‌های اصلی گروه‌های تجاری کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی است (منوس و همکاران، ۲۰۱۲). گروه‌های تجاری با

ایجاد یک بازار سرمایه داخلی بین شرکتهای عضو، سعی می‌کنند تا منابع مالی مورد نیاز خود را از این راه تقریباً بی‌خطر (که در مقایسه با تأمین مالی خارجی کم‌هزینه‌تر نیز می‌باشد) تأمین کنند و همچنین، مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را از پیش رو بردارند. بنابراین، به نظر می‌رسد که شرکتها وابسته به گروه‌های تجاری در قیاس با شرکتها مستقل، به طور نسبی کمتر به بازارهای سرمایه خارجی وابسته هستند. این کاهش وابستگی به منابع مالی برون سازمانی، ممکن است شرکتها وابسته به گروه را قادر به پرداخت سود سهام دائمی کند و یا شرکتها گروه از سود سهام بالا حمایت کنند. در واقع می‌توان گفت؛ گروه‌های تجاری با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی میان اعضاء، به نوعی منابع مالی را بین اعضاء گروه مدیریت می‌کنند. بنابراین، می‌توان پیش‌بینی کرد که شرکتها وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکتها مستقل، حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی داشته باشند و سود سهام بالاتری به سهامداران خود بپردازند.

طبق تئوری چرخه‌ی عمر، شرکتها در سالهای اولیه تأسیس به دلیل نیاز به منابع مالی و وجود فرصتهای رشد، سود کمتری بین سهامداران خود توزیع می‌کنند. گروه‌های تجاری با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی نیازهای مالی خود را از این بازار تأمین می‌کنند تا اینکه بخواهند سود کمتری بین سهامداران خود توزیع کنند. بنابراین ممکن است شرکتها وابسته به گروه‌های تجاری حساسیت کمتری به ملاحظات چرخه‌ی عمر داشته باشند.

همچنین، گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌های تجاری، با ایجاد یک بازار سرمایه داخلی متنوع‌تر و بزرگ‌تر، کمتر در معرض عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی قرار

از تجزیه و تحلیل‌ها در مورد شرکت‌های گروه الف نشان داد که مهمترین عامل در تعیین سیاست تقسیم، انتظارات سهامداران است. به این ترتیب که سهامداران علاقمند به تقسیم سود نیستند و خواستار سرمایه‌گذاری مجدد درآمدها هستند. از طرف دیگر نتایج به دست آمده از شرکت‌های گروه ب حاکی از آن بود که مهمترین عامل در تعیین سیاست‌های تقسیم سود، وجود جریان‌های نقدی آزاد و انتظارات سهامداران است.

ناکور^{۱۱} و همکاران (۲۰۰۶) به بررسی سیاست تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن در بورس اوراق بهادار تونس پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی است که سودآوری و ثبات آن به طور مستقیم و نقدشوندگی بازار سهم و اندازه بطور معکوسی، سود تقسیمی پرداخت شده را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با وجود این، تمرکز مالکیت و اهرم مالی بر میزان سود تقسیمی بی‌تأثیر است.

عبدالسلام^{۱۲} و همکاران (۲۰۰۸) به بررسی تأثیر ترکیب هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت بر سیاست‌های تقسیم سود پرداختند. در این راستا ۵۰ شرکت مصری در دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش مؤید این است که شرکت‌های با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و مالکیت نهادی بیشتر، سود بیشتری را تقسیم می‌کنند. به علاوه، رابطه معناداری بین ترکیب هیئت‌مدیره و سیاست تقسیم سود نیست.

کوکوی و گیزانی^{۱۳} (۲۰۰۹) نیز به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های تونس پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی است که شرکت‌های با مالکیت متمرکزتر، سود بیشتری توزیع می‌کنند؛ رابطه منفی و معناداری بین مالکیت نهادی و سطح سود تقسیمی توزیع شده وجود دارد و رابطه بین سیاست تقسیم سود و مالکیت دولتی، مثبت است.

می‌گیرند. در واقع، تنوع و گستردگی گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ، سبب شده است تا این گروه‌ها در مقایسه با گروه‌های غیر متنوع، کمتر در معرض عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی قرار گیرند و سود سهام بالاتری به سهامداران خود بپردازند. همچنین بازارهای سرمایه داخلی در گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با گروه‌های غیر متنوع از ثبات و پایداری بیشتری برخوردار می‌باشد. همچنین ثبات و پایداری بازارهای سرمایه داخلی در گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ باعث شده است تا این گروه‌های تجاری حساسیت کمتری به ملاحظات چرخه‌ی عمر شرکت داشته باشند.

با این حال، گروه‌های تجاری (اعم از متنوع و غیر متنوع) با اینکه عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی را با ایجاد بازارهای سرمایه داخلی کاهش می‌دهند ولی همچنان در معرض مشکلات اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی قرار دارند (منوس و همکاران، ۲۰۱۲).

۳- پیشینه تحقیق

کومار^۹ (۲۰۰۳) به بررسی رابطه ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های هندی پرداخت. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که میزان مالکیت شرکتی و مدیریتی به طور مثبت و معنادار و مالکیت نهادی به طور معکوسی بر سطح سود تقسیم شده مؤثر است. هیچگونه شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت خارجی و سیاست تقسیم سود یافت نشد. کیت^{۱۰} (۲۰۰۴) به بررسی و تبیین سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های استونیایی پرداخت. وی شرکت‌های مورد بررسی را به دو دسته تقسیم نمود که عبارتند از: الف) شرکت‌هایی که سود پرداخت نمی‌کنند. ب) شرکت‌هایی که سود پرداخت می‌کنند. نتایج حاصل

منوس و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های هندی پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در مقایسه با شرکت‌های مستقل، درصد توزیع سود در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری کمتر است. همچنین شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع، سود بیشتری در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌های تجاری می‌پردازند.

اعتمادی و چالاک (۱۳۸۴) به بررسی رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات تحقیق نشان داد که بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در کلیه شرکت‌های مورد مطالعه بدون توجه به صنعتی که به آن تعلق دارند، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۵) در تحقیقی به شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام رسانی، انتظار می‌رود تا اگر شرکتی از رشد سود بالایی (پایینی) برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پایین) باشد. همچنین اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس، ایفای نقش می‌کنند.

پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷) به بررسی عوامل تعیین‌کننده خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. هدف این تحقیق، بررسی عوامل تعیین‌کننده خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا پایان ۱۳۸۴، است. این مطالعه با توجه به مبانی نظری چهار عامل تعیین‌کننده خط‌مشی تقسیم سود را مورد بررسی و آزمون قرار داده است که شامل وضعیت نقدینگی، ثبات سودآوری شرکت، درجه اهرم مالی و وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور است. نتایج آزمون فرضیات نشان داد که مهمترین عامل تعیین‌کننده خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وضعیت نقدینگی شرکت است. همچنین یافته‌های این تحقیق نشان داد که ثبات سودآوری شرکت و درجه اهرم مالی در تعیین خط‌مشی تقسیم سود نقشی ندارد. این مطالعه همچنین نشان داد که بین وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و درصد توزیع سود ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد که با مبانی نظری و یافته‌های پژوهشگران دیگر مغایر بود.

ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۸۹)، به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که مالکیت شرکتی و استقلال هیئت مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور منفی، نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

کلید (۱۳۹۰)، در تحقیقی به بررسی اثر گروه‌های تجاری بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار پرداخته است. او در این تحقیق اثرگذاری عضویت در گروه تجاری بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و اثر عضویت در گروه تجاری بر رفع محدودیت تأمین مالی شرکت‌ها را مورد آزمون قرار داده است. با توجه به نتایج تحقیق، عضویت در گروه تجاری بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و رفع محدودیت جریان تأمین مالی شرکت‌ها موثر بوده است.

۴- فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مطالب ارائه شده و مبانی نظری تحقیق، فرضیه‌های زیر طراحی و مورد آزمون قرار گرفت:

فرضیه اول: بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین سیاست تقسیم سود و وابستگی مالی خارجی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین سیاست تقسیم سود و چرخه‌ی عمر شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: درصد پرداخت سود (میزان سود تقسیمی) در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل بیشتر است.

فرضیه پنجم: سیاست تقسیم سود شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل، حساسیت کمتری به عوامل زیر دارند:

۱. عدم تقارن اطلاعاتی، ۲. وابستگی مالی خارجی و ۳. چرخه‌ی عمر شرکت.

فرضیه ششم: درصد پرداخت سود (میزان سود تقسیمی) در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری غیر متنوع بیشتر است.

فرضیه هفتم: سیاست تقسیم سود شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری غیر متنوع، حساسیت کمتری به عوامل زیر دارند:

۱. عدم تقارن اطلاعاتی، ۲. وابستگی مالی خارجی و ۳. چرخه‌ی عمر شرکت.

۵- روش تحقیق

این تحقیق از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش، توصیفی- علی است. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های تحقیق از

مدل توییت^{۱۴} استفاده شده است. به منظور انجام پژوهش، داده‌های کمی مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها و سایر گزارشات مالی آنها و همچنین، نرم افزار تدبیر پرداز استخراج شده است. داده‌ها پس از جمع‌آوری در صفحه گسترده اکسل، مرتب و طبقه‌بندی شده و در نهایت با استفاده از نرم‌افزارهای آماری مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

۵-۱- مدل و متغیرهای تحقیق

در این تحقیق، برای بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود از مدل توییت استفاده شده است. مدل توییت یک مدل رگرسیون خطی چندگانه برای داده‌های تجمعی یا ترکیبی (Pool) است که توسط جیمز توبین^{۱۵} در سال ۱۹۵۸ برای توصیف رابطه بین یک متغیر وابسته غیر منفی مانند y_{it}^* و متغیرهای مستقل x_{it} ایجاد شده است. در این مدل، در نظر گرفته می‌شود که یک متغیر غیر قابل مشاهده^{۱۶} 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 متغیر غیر قابل مشاهده خواهد بود. هر جا که این متغیر بیشتر از صفر باشد و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود. یعنی داریم:

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

and,

$$y_{it}^* = y_{it}^* \quad \text{if} \quad y_{it}^* > 0$$

مدل‌های مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

۲. عدم تقارن اطلاعاتی ($HLDG_INDV_{it}$): برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی استفاده شده است (لین^{۱۸} و همکاران، ۲۰۰۷). طبق بند ۲۷ ماده‌ی یک قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا، سرمایه‌گذاران نهادی عبارتند از:

- بانکها و شرکتهای بیمه،
- هلدینگ‌ها، شرکتهای سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکتهای تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار،
- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند،
- سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی، شرکتهای دولتی، و
- اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند.

۳. وابستگی مالی خارجی (DEP_{it}): در این تحقیق، وابستگی مالی خارجی به عنوان درصدی از رشد در فروش‌ها که نمی‌تواند به وسیله جریان‌ات نقدی آزاد تأمین مالی شود، محاسبه شده است (یک منهای جریان نقد عملیاتی پس از کسر مالیات ناشی از رشد در فروش‌ها). به طور خلاصه این متغیر به صورت زیر محاسبه شده است:

$$DEP_{it} = 1 - (\Delta cfo_{it} / \Delta sales_{it})$$

که در آن؛

Δcfo_{it} ؛ میزان تغییرات در جریان نقد عملیاتی پس از کسر مالیات نقدی، و
 $\Delta sales_{it}$ ؛ میزان تغییرات در فروش‌ها می‌باشد.

۴. چرخه‌ی عمر شرکت (AGE_{it}): در این تحقیق، چرخه‌ی عمر شرکت از طریق لگاریتم طبیعی عمر

مدل (۱)

$$Div_{it}^* = \beta_0 + \beta_1 Div_{it-1} + \beta_2 HLDG_INDV_{it} + \beta_3 DEP_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲)

$$Div_{it}^* = \beta_0 + \beta_1 GOUP1_{it} + \beta_2 Div_{it-1} + \beta_3 HLDG_INDV_{it} + \beta_4 DEP_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 GOUP1_{it} * HLDG_INDV_{it} + \beta_7 GOUP1_{it} * DEP_{it} + \beta_8 GOUP1_{it} * AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

Div_{it}^* : متغیر پنهان تقسیم سود است. که:

$$Div_{it}^* = 0 \quad \text{if} \quad Div_{it}^* \leq 0$$

and,

$$= Div_{it}^* \quad \text{if} \quad Div_{it}^* > 0$$

Div_{it} : نسبت سود تقسیمی به فروش است و شاخص سیاست تقسیم سود می‌باشد؛

$HLDG_INDV_{it}$: درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی و معیار عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد؛
 DEP_{it} : وابستگی مالی خارجی شرکت، و
 AGE_{it} : لگاریتم طبیعی عمر شرکت می‌باشد.

$GOUP1_{it}$: در حالت اول، اگر شرکت وابسته به گروه‌های تجاری باشد این متغیر برابر با یک است و در غیر این صورت صفر است. در حالت دوم، اگر شرکت وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ باشد این متغیر برابر با یک است و در غیر این صورت صفر است.

متغیرهای این تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آنها به شکل زیر است:

۱. سیاست تقسیم سود (Div_{it}): در این تحقیق سیاست تقسیم سود متغیر وابسته است. مطابق با تحقیق لپسون^{۱۷} و همکاران (۱۹۹۸)، از نسبت سود تقسیمی به فروش خالص به عنوان معیار سنجش سیاست تقسیم سود در نظر گرفته شده است.

۲) سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در دوره زمانی مورد بررسی، تغییری در آن ایجاد نشده باشد.

۳) جزء شرکتهای واسطه‌گری مالی و بانک‌ها نباشند و اطلاعات مالی آنها در دسترس باشد.

با توجه به شرایط ذکر شده، تعداد ۱۳۹۵ مشاهده سال- شرکت مربوط به ۱۴۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

۶- یافته‌های تحقیق

۶-۱- نتایج آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول شماره (۱) آورده شده است که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزاست. این پارامترها عمدتاً شامل شاخص‌های مرکزی، نظیر حداقل، حداکثر، میانگین، میانه و انحراف معیار است. میانگین متغیر وابسته سود تقسیمی به فروش (سیاست تقسیم سود) ۰/۱۱، میانه‌ای در حدود ۰/۶، دارای حداقل مقدار ۰٪ و حداکثر مقدار ۱/۶۰۴ است که انحراف معیاری در حدود ۰/۱۵ دارد. این نشان می‌دهد که شرکتهای نمونه درصد قابل ملاحظه‌ای از فروش خالص خود را به عنوان سود سهام بین سهامداران توزیع کرده‌اند.

شرکت از تاریخ تأسیس تا سال مورد بررسی محاسبه شده است.

۵. متغیر مجازی گروه تجاری ($GOUPI_{it}$): در حالت اول، اگر شرکت وابسته به گروه تجاری باشد این متغیر برابر با یک است و در غیر این صورت صفر است. در حالت دوم، اگر شرکت وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ باشد این متغیر برابر با یک است و در غیر این صورت صفر است.

۶. سیاست پرداخت سال قبل (Div_{it-1}): تحقیقات صورت گرفته نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود سال جاری همواره همبستگی قابل ملاحظه‌ای با سیاست تقسیم سود سال قبل شرکت دارد. لذا، در این تحقیق سیاست پرداخت سال قبل به عنوان یک متغیر کنترلی وارد مدل رگرسیون شده است.

۵-۲- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، تمام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ است. از این جامعه، شرکتهای حائز شرایط زیر به عنوان نمونه انتخاب شده است:

(۱) تاریخ پذیرش آنها در بورس قبل از سال ۱۳۷۹ باشد (به دلیل کنترل سیاست پرداخت سود سال قبل) و تا پایان سال ۱۳۸۹ نیز در فهرست بورس اوراق بهادار تهران باشند.

جدول شماره (۱) - نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
سود تقسیمی به فروش (Div_{it})	۰/۱۱۰	۰/۰۵۷	۰/۱۴۹	۰	۱/۶۰۴
درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی ($HLDG_INDV_{it}$)	۰/۲۵۶	۰/۲۰۰	۰/۲۰۹	۰/۰۱	۰/۹۴
وابستگی مالی خارجی (DEP_{it})	۰/۹۱۹	۰/۹۱۶	۳/۱۶۷	-۱۷/۷۰۱	۲۵/۰۸۰
عمر شرکت (AGE_{it})	۳/۴۷۴	۳/۵۸۳	۰/۴۱۹	۱/۷۹۲	۴/۱۱۱
سیاست پرداخت سال قبل (Div_{it-1})	۰/۱۱۰	۰/۰۶۰	۰/۱۴۴	۰	۱/۶۰۴

بسیار بالا باشد ولی هیچ یک از ضرایب متغیرهای مستقل بر اساس آزمون t معنادار نباشند. طبق محاسبات انجام گرفته در هیچ کدام از متغیرها مشکل همخطی مشاهده نگردید.

۳. بین خطاها همبستگی وجود ندارد. باتوجه به اینکه آماره دوربین واتسون در مدل‌ها نزدیک به دو می-باشد لذا خودهمبستگی وجود نخواهد داشت.

۴. جملات اخلال از توزیع نرمال برخوردارند. بر اساس قضیه حد مرکزی، چنانچه تعداد مشاهدات یا نمونه‌های آماری افزایش یابد و به سمت بی‌نهایت میل کند ($n \geq 30$)، توزیع آنها به سمت توزیع نرمال میل خواهد کرد (نوفستی، ۱۳۸۰). همانطور که مشاهده می‌شود تعداد شرکت‌های نمونه ۱۴۵ و تعداد مشاهدات این مطالعه ۱۳۹۵ مشاهده سال-شرکت است. لذا می‌توان برقرار بودن این فرضیه را پذیرفت.

۶-۳- نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه‌های اول تا سوم تحقیق در جدول شماره (۲)، نتایج آزمون‌های آماری فرضیه‌های چهارم و پنجم تحقیق در جدول شماره (۳) و نتایج آزمون‌های آماری فرضیه‌های ششم و هفتم تحقیق در جدول شماره (۴) آورده شده است. فرضیه اول تحقیق به این صورت مطرح گردیده بود که بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در جدول شماره (۲)، ضریب متغیر عدم تقارن اطلاعاتی معادل $-۰/۰۴۸$ و آماره t معادل $-۲/۲۲۱$ می‌باشد که در سطح $(۰/۰۰۰)$ معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی ($۰/۱$) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۹% تأیید می‌شود. این نشان می‌دهد که افزایش در میزان عدم تقارن اطلاعاتی موجب

همانطور که در جدول شماره (۱) مشاهده می‌شود، میانگین درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی تقریباً ۲۶% ، میانه ۲۰% ، دارای حداقل مقدار ۱% و حداکثر مقدار ۹۴% که انحراف معیاری در حدود ۲۱% دارد. این نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه، درصد کمی از سرمایه‌گذاران غیر نهادی را در اختیار دارند. نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان می‌دهد که میانگین متغیر توضیحی وابستگی مالی خارجی تقریباً ۹۲% و میان‌های در حدود ۹۲% دارد. مقدار انحراف معیار آن $۳/۱۷$ بوده، حداقل و حداکثر مقدار آن به ترتیب $۱۷/۷۰۱$ و $۲۵/۰۸۰$ است. این موید این مطلب است که شرکت‌های نمونه به طور متوسط از وابستگی مالی خارجی بالایی برخوردارند. در واقع، شرکت‌های مورد بررسی قسمت اعظمی از نیازهای مالی خود را از منابع مالی خارجی تأمین می‌کنند. همچنین، میانگین متغیر کنترلی سیاست پرداخت سال قبل ۱۱% ، میانه ۶% ، دارای حداقل مقدار ۰% و حداکثر مقدار $۱/۶۰۴$ است که انحراف معیاری در حدود ۱۴% دارد. این نشان می‌دهد که سیاست پرداخت سود شرکتها نمونه تقریباً روند ثابتی دارند.

۶-۲- بررسی فروض کلاسیک رگرسیون

در مدل توییت که یک نوع مدل رگرسیون خطی چندگانه است، فروض کلاسیک به شرح زیر بررسی گردیده است:

۱. میانگین خطاها برابر صفر است. در واقع، اگر یک جمله ثابت در رگرسیون داشته باشیم، این فرض هرگز نقض نخواهد شد (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹) با توجه به اینکه در مدل‌های این تحقیق عرض از مبدأ (مقدار ثابت) وجود دارد، میانگین خطاها برابر با صفر خواهد بود.
۲. متغیرهای مستقل از همدیگر مستقل باشند. بهترین راه جهت شناسایی مشکل همخطی این است که R^2

کاهش در سود تقسیمی شرکت‌های نمونه می‌شود. لذا فرضیه اول تحقیق تأیید می‌شود.

نتایج این تحقیق با تحقیق منوس و همکاران (۲۰۱۲) نیز سازگار است.

فرضیه دوم تحقیق به این موضوع اشاره دارد که بین وابستگی مالی خارجی و سیاست تقسیم سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در جدول شماره (۲)، ضریب متغیر وابستگی مالی خارجی معادل $-۰/۰۸۵$ و آماره t معادل $-۳/۹۰۹$ می‌باشد که در سطح $(۰/۰۰۰)$ معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۱%) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۹% تأیید می‌شود. این نشان می‌دهد که افزایش در میزان وابستگی مالی خارجی موجب کاهش در سود تقسیمی شرکت‌های نمونه می‌شود. بنابراین، فرضیه دوم این تحقیق نیز تأیید می‌شود. نتایج این تحقیق با تحقیق منوس و همکاران (۲۰۱۲) نیز سازگار است.

فرضیه سوم تحقیق به این صورت مطرح شد که بین چرخه‌ی عمر شرکت و سیاست تقسیم سود ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. در جدول شماره (۲)، ضریب متغیر چرخه‌ی عمر شرکت معادل $-۰/۰۲۶$ و آماره t معادل $-۱/۱۶۰$ می‌باشد و با توجه

به سطح معناداری $(۰/۲۴۶)$ ، هیچ رابطه معنی‌داری بین سیاست تقسیم سود و چرخه‌ی عمر شرکت ملاحظه نمی‌گردد. بنابراین، فرضیه سوم این تحقیق مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنادار بین چرخه‌ی عمر شرکت و سیاست تقسیم سود رد می‌شود. در واقع به نظر می‌رسد در ایران قدمت شرکت‌ها سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد. نتایج این تحقیق با تحقیق ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۸۹) نیز مطابقت دارد ولی با نتایج تحقیق منوس و همکاران (۲۰۱۲) سازگار نیست.

همچنین سیاست تقسیم سود سال قبل شرکت نیز در سطح اطمینان ۹۹% دارای رابطه مثبت و معنادار با سیاست پرداخت سال جاری شرکت است. آماره F نیز نشان‌دهنده‌ی معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۹% است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۳۴% از تغییرات در سیاست تقسیم سود توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. نزدیک بودن آماره دوربین واتسون $(۲/۰۸۷)$ به عدد ۲ نیز حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین متغیرهای پیش‌بین (مستقل) است.

جدول شماره (۲) - نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه‌های اول تا سوم تحقیق

$Div_{it}^* = \beta_0 + \beta_1 Div_{it-1} + \beta_2 HLDG_INDV_{it} + \beta_3 DEP_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	$۰/۰۸۹$	$۳/۲۷۴$	$۰/۰۰۰$
عدم تقارن اطلاعاتی	$-۰/۰۴۸$	$-۲/۲۲۱$	$۰/۰۰۰$
وابستگی مالی خارجی	$-۰/۰۸۵$	$-۳/۹۰۹$	$۰/۰۰۰$
چرخه‌ی عمر شرکت	$-۰/۰۲۶$	$-۱/۱۶۰$	$۰/۲۴۶$
سیاست پرداخت سال قبل	$۰/۵۷۵$	$۲۶/۳۰۱$	$۰/۰۰۰$
ضریب تعیین تعدیل شده	$۰/۳۴۰$	آماره F	$۱۸۱/۴۵۵$
آماره دوربین واتسون	$۲/۰۸۷$	سطح معناداری مدل	$۰/۰۰۰$

تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل، حساسیت کمتری به عوامل زیر دارند:

۱. عدم تقارن اطلاعاتی، ۲. وابستگی مالی خارجی و ۳. چرخه‌ی عمر شرکت.

در جدول شماره (۳) ملاحظه می‌گردد که ضریب متغیر $HLDG_INDV_{it} * GOUP1_{it}$ (متغیر عدم تقارن اطلاعاتی گروه‌های تجاری) معادل ۰/۰۹۴ و آماره t معادل ۲/۴۳۷ می‌باشد که در سطح (۰/۰۱۵) معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۵٪) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. بنابراین، با توجه به رابطه معکوس بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی و مثبت شدن ضریب عدم تقارن اطلاعاتی گروه‌های تجاری ($HLDG_INDV_{it} * GOUP1_{it}$)، می‌توان استدلال کرد که سود تقسیمی در گروه‌های تجاری حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی در مقایسه با شرکتهای مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ دارد. نتایج این بخش از فرضیه با تحقیق دیتتر^{۱۹} و همکاران (۲۰۰۱) و منوس و همکاران (۲۰۱۲) نیز سازگار است.

فرضیه چهارم این تحقیق به این صورت مطرح شد که درصد پرداخت سود (میزان سود تقسیمی) در شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل بیشتر است. در جدول شماره (۳)، ضریب متغیر $GOUP1_{it}$ (گروه‌های تجاری) معادل ۰/۴۲۱- و آماره t معادل ۲/۳۴۵- می‌باشد که در سطح (۰/۰۰۰) معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۱٪) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. بنابراین، با توجه به منفی بودن ضریب و آماره t گروه‌های تجاری ($GOUP1_{it}$)، می‌توان استدلال کرد که میزان پرداخت سود در شرکتهای وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکتهای مستقل کمتر است. بنابراین، فرضیه چهارم تحقیق رد می‌شود. نتایج این مطالعه با نتایج تحقیق منوس و همکاران (۲۰۱۲) نیز سازگار است.

فرضیه پنجم به این صورت مطرح گردید که سیاست تقسیم سود شرکتهای وابسته به گروه‌های

جدول شماره (۳) - نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه‌های چهارم و پنجم تحقیق

$Div_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOUP1_{it} + \beta_2 Div_{it-1} + \beta_3 HLDG_INDV_{it} + \beta_4 DEP_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 GOUP1_{it} * HLDG_INDV_{it} + \beta_7 GOUP1_{it} * DEP_{it} + \beta_8 GOUP1_{it} * AGE_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۱۴۰	۳/۶۵۹	۰/۰۰۰
عدم تقارن اطلاعاتی	-۰/۰۹۹	-۳/۳۰۴	۰/۰۰۰
وابستگی مالی خارجی	-۰/۱۳۴	-۴/۰۴۹	۰/۰۰۰
چرخه‌ی عمر شرکت	-۰/۰۴۹	-۱/۵۳۴	۰/۱۲۵
$GOUP1_{it}$	-۰/۴۲۱	-۲/۳۴۵	۰/۰۰۰
$GOUP1_{it} * HLDG_INDV_{it}$	۰/۰۹۴	۲/۴۳۷	۰/۰۱۵
$GOUP1_{it} * DEP_{it}$	۰/۰۷۰	۲/۰۶۴	۰/۰۳۹
$GOUP1_{it} * AGE_{it}$	۰/۲۹۴	۱/۵۸۷	۰/۱۱
سیاست پرداخت سال قبل	۰/۵۷۰	۲۶/۱۱۸	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۴۸	آماره F	۹۴/۱۴۱
آماره دوربین واتسون	۲/۰۸۶	سطح معناداری مدل	۰/۰۰۰

به سطح معناداری (۰/۱۲۵)، هیچ رابطه معناداری بین سیاست تقسیم سود و چرخه‌ی عمر شرکت در گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل مشاهده نمی‌شود. نتایج این بخش از فرضیه، با نتایج تحقیق منوس و همکاران (۲۰۱۲) سازگار نیست.

همچنین سیاست پرداخت سود سال قبل، دارای رابطه مثبت و معنادار در سطح اطمینان ۹۹٪ با سیاست تقسیم سود سال جاری است. آماره F نیز نشان‌دهنده‌ی معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۹٪ است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۳۵٪ از تغییرات در سیاست تقسیم سود توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. نزدیک بودن آماره دوربین واتسون (۲/۰۸۶) به عدد ۲ نیز حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین متغیرهای پیش بین (مستقل) است.

در جدول شماره (۳) مشاهده می‌گردد ضریب متغیر $GOUP_{it} * DEP_{it}$ (متغیر وابستگی مالی خارجی گروه‌های تجاری) معادل ۰/۰۷ و آماره t معادل ۲/۰۶۴ می‌باشد که در سطح (۰/۰۳۹) معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۵) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. بنابراین، با توجه به رابطه معکوس بین سیاست تقسیم سود و وابستگی مالی خارجی و مثبت شدن ضریب وابستگی مالی خارجی گروه‌های تجاری ($GOUP_{it} * DEP_{it}$)، می‌توان استدلال کرد که سود تقسیمی در گروه‌های تجاری حساسیت کمتری به وابستگی مالی خارجی در مقایسه با شرکت‌های مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ دارد. نتایج این بخش از فرضیه با تحقیق منوس و همکاران (۲۰۱۲) نیز سازگار است. در جدول شماره (۳)، ضریب متغیر $GOUP_{it} * AGE_{it}$ (متغیر چرخه عمر گروه‌های تجاری) معادل ۰/۲۹۴ و آماره t نیز معادل ۱/۵۸۷ می‌باشد و با توجه

جدول شماره (۴) - نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه‌های ششم و هفتم تحقیق

$Div_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOUP_{it} + \beta_2 Div_{it-1} + \beta_3 HLDG_INDV_{it} + \beta_4 DEP_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 GOUP_{it} * HLDG_INDV_{it} + \beta_7 GOUP_{it} * DEP_{it} + \beta_8 GOUP_{it} * AGE_{it} + \varepsilon_{it}$			
سطح معناداری	آماره t	ضریب متغیر	متغیر
۰/۰۰۰	۲/۷۱۴	۰/۰۸۷	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	-۳/۳۰۴	-۰/۰۶۵	عدم تقارن اطلاعاتی
۰/۰۰۰	-۶/۵۲۶	-۰/۱۷۳	وابستگی مالی خارجی
۰/۱۶۱	-۱/۴۰۲	-۰/۰۴۸	چرخه‌ی عمر شرکت
۰/۰۰۰	۳/۲۴۵	۰/۰۶۹	$GOUP_{it}$
۰/۰۳۰	۲/۱۷۰	۰/۰۷۵	$GOUP_{it} * HLDG_INDV_{it}$
۰/۰۰۰	۵/۳۷۴	۰/۱۵۰	$GOUP_{it} * DEP_{it}$
۰/۱۴۷	۱/۴۵۲	۰/۲۲۱	$GOUP_{it} * AGE_{it}$
۰/۰۰۰	۲۶/۱۱۸	۰/۵۶۸	سیاست پرداخت سال قبل
۹۸/۲۹۶	آماره F	۰/۳۵۸	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	سطح معناداری مدل	۲/۰۸۸	آماره دوربین واتسون

گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ ($GOUPI_{it} *$) می‌توان ادعا کرد که درصد پرداخت سود در گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌های تجاری دارد. نتایج این بخش از فرضیه نهم تحقیق با پژوهش منوس و همکاران (۲۰۱۲) نیز سازگار است.

در جدول شماره (۴) ملاحظه می‌گردد که ضریب متغیر $GOUPI_{it} * DEP_{it}$ (متغیر وابستگی مالی خارجی گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ) معادل ۰/۱۵۰ و آماره t معادل ۵/۳۷۴ می‌باشد که در سطح (۰/۰۰۰) معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۱) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. بنابراین، بنابراین، با توجه به رابطه معکوس بین سیاست تقسیم سود و وابستگی مالی خارجی و مثبت شدن ضریب وابستگی مالی خارجی گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ ($GOUPI_{it} * DEP_{it}$)، می‌توان استدلال کرد که سود تقسیمی در گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ حساسیت کمتری به وابستگی مالی خارجی در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌های تجاری در سطح اطمینان ۹۹٪ دارد. نتایج این بخش از فرضیه تحقیق با پژوهش منوس و همکاران (۲۰۱۲) نیز سازگار است.

همانگونه که در جدول شماره (۴) مشاهده می‌شود، ضریب متغیر $GOUPI_{it} * AGE_{it}$ (متغیر چرخه‌ی عمر گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ) معادل ۰/۲۲۱ و آماره t نیز معادل ۱/۴۵۲ می‌باشد و با توجه به سطح معناداری (۰/۱۴۷)، هیچ رابطه معناداری بین سیاست تقسیم سود و چرخه‌ی عمر در گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌ها (غیر متنوع) ملاحظه نمی‌گردد. نتایج این بخش از فرضیه تحقیق با پژوهش منوس و همکاران (۲۰۱۲) سازگار نیست.

فرضیه هشتم این تحقیق به این صورت مطرح شد که درصد پرداخت سود (میزان سود تقسیمی) در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری غیر متنوع بیشتر است. در جدول شماره (۴)، ضریب متغیر $GOUPI_{it}$ (گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ) معادل ۰/۰۶۹ و آماره t نیز معادل ۳/۲۴۵ می‌باشد که در سطح (۰/۰۰۰) معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۱) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود. در واقع با توجه به مثبت بودن ضریب و آماره t گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ ($GOUPI_{it}$)، می‌توان استدلال کرد که درصد توزیع سود در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها بیشتر است. بنابراین، فرضیه هشتم این تحقیق تأیید می‌شود. نتایج این فرضیه تحقیق با پژوهش منوس و همکاران (۲۰۱۲) نیز سازگار است.

فرضیه نهم به این صورت مطرح گردید که سیاست تقسیم سود شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها (غیر متنوع)، حساسیت کمتری به عوامل زیر دارند:

۱. عدم تقارن اطلاعاتی، ۲. وابستگی مالی خارجی و ۳. چرخه‌ی عمر شرکت.

در جدول شماره (۴) مشاهده می‌شود که ضریب متغیر $GOUPI_{it} * HLDG_INDV_{it}$ (متغیر عدم تقارن اطلاعاتی گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ) معادل ۰/۰۷۵ و آماره t معادل ۲/۱۷۰ می‌باشد که در سطح (۰/۰۳۰) معنادار می‌باشد و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۰/۵) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. بنابراین، با توجه به رابطه معکوس بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی و مثبت شدن ضریب عدم تقارن اطلاعاتی

نمایندگی، تئوری سلسله مراتبی و تئوری چرخه‌ی عمر شرکت است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که بر خلاف پیش‌بینی‌ها، شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل سود کمتری بین سهامداران توزیع می‌کنند. شاید بتوان مهمترین دلیل آنرا ساختار مالکیت عمدتاً دولتی این گروه‌ها دانست. همچنین این گروه‌ها از آنجا که بیشتر نیازهای مالی خود را از بازارهای سرمایه داخلی تأمین می‌کنند، نیازی ندارند تا از سیاست تقسیم سود برای نشان دادن سودآوری بالا به منظور دسترسی به منابع مالی خارجی استفاده کنند. از اینرو، شرکت‌های وابسته به گروه ممکن است تصمیم به حذف پرداخت سود بگیرند؛ یا اگر انجام این کار ممکن نباشد، نسبت پرداخت را در شرکت‌های عضو کاهش دهند.

علاوه بر این، نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که میزان سود تقسیمی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌های تجاری (غیر متنوع) بیشتر است. شاید بتوان مهمترین دلیل این موضوع را تنوع و گستردگی این گروه‌ها و همچنین ثبات و پایداری بازارهای سرمایه داخلی گروه‌های متنوع در قیاس با گروه‌های غیر متنوع دانست.

سایر یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد بین عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی با سیاست تقسیم سود شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. این مطلب نمایانگر این موضوع است که هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی بالا می‌رود، شرکتها سود پرداختی خود را به دلیل هزینه بالای تأمین مالی خارجی در مقایسه با تأمین مالی داخلی کاهش می‌دهند. همچنین، عدم تقارن اطلاعاتی نشانه‌های منفی در ارتباط با ارزش شرکت و قیمت سهام شرکت به بازار سرمایه منتقل

همچنین، سیاست تقسیم سود سال قبل دارای رابطه مثبت و معنادار در سطح ۹۹٪ با سیاست تقسیم سود سال جاری است. آماره F نیز نشان‌دهنده‌ی معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۹٪ است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۳۶٪ از تغییرات در سیاست تقسیم سود توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. نزدیک بودن آماره دوربین واتسون (۲/۰۸۸) به عدد ۲ نیز حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین متغیرهای پیش بین (مستقل) است.

۷- محدودیت‌های تحقیق

۱) در این تحقیق، از آنجا که یکی از ملاک‌های ارزیابی مالکیت غیرنهادی، مالکیت کمتر از ۵٪ می‌باشد و مالکیت‌های غیر مستقیم به دلیل عدم امکان ردیابی در محاسبات لحاظ نشده است که این امر می‌تواند بر نتایج تحقیق تأثیر گذارد.

۲) با توجه به عدم شفافیت در بخش سرمایه‌گذارهای بلندمدت، ساختار مالکیت و یادداشت‌های پیوست صورتهای مالی، تشخیص شرکت‌های وابسته به گروه (شرکت‌های فرعی) در برخی گروه‌ها میسر نبود و این امر ممکن است نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار داده باشد.

۳) با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تسری نتایج به سایر واحدهای اقتصادی باید با احتیاط انجام شود.

۸- نتیجه‌گیری و پیشنهادات تحقیق

هدف این تحقیق بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با اتکا بر تئوری‌های اصلی تقسیم سود شامل تئوری علامت‌دهی، تئوری

غیر نهادی به عنوان معیاری برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی توجه کنند، چون نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که یک رابطه منفی و معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود وجود دارد. در واقع با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، سود پرداختی به سهامداران کاهش می‌یابد.

۲. به سهامداران، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران بازارهای مالی توصیه می‌شود در صورت تمایل به دریافت سود سهام بالا، باید اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی نمایند که وابستگی مالی خارجی ناچیزی دارند زیرا نتایج این تحقیق نشان داد که ارتباط منفی بین وابستگی مالی خارجی و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

۳. به سهامداران و فعالان بازار سرمایه توصیه می‌شود اگر تمایل به دریافت سود سهام بالا دارند باید اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مستقل کنند و در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری سرمایه‌گذاری نکنند، چون نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل سود کمتری بین سهامدارانشان توزیع می‌کنند. همچنین سعی کنند تا حد امکان در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ سرمایه‌گذاری کنند چون نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که گروه‌های متنوع و بزرگ در مقایسه با سایر گروه‌ها سود بیشتری بین سهامداران خود توزیع می‌کنند.

با توجه به نتایج بدست آمده از این تحقیق و به منظور شناخت بهتر عملکرد بازار سرمایه در ایران، موارد زیر برای تحقیقات آینده پیشنهاد می‌گردد:

۱) پیشنهاد می‌شود تأثیر عضویت در گروه‌های تجاری بر ساختار سرمایه و اهرم مالی شرکت‌های گروه بررسی شود.

می‌کند که این نشانه‌ها نمی‌تواند برای شرکت مطلوب باشد. علاوه بر این، وابستگی مالی خارجی بیش از حد نیز نمی‌تواند برای شرکت مطلوب باشد چون باعث می‌شود یک نشانه منفی در ارتباط با ارزش شرکت به بازار سرمایه منتقل شود که این نشانه منفی می‌تواند شرکت را در تأمین مالی خارجی با مشکل مواجه کند. همچنین، نتایج این مطالعه نشان داد که سیاست تقسیم سود شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری، حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی در مقایسه با شرکت‌های مستقل دارد. به این دلیل که وجود گروه‌های تجاری باعث تسهیل انتقال اطلاعات میان شرکت‌های گروه و کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. به علاوه، گروه‌های تجاری با ایجاد یک بازارهای سرمایه داخلی، نیازهای مالی خود را از این بازارهای مالی کم خطر تأمین می‌کنند. لذا، می‌توان پیش‌بینی کرد که گروه‌های تجاری وابستگی کمتری به منابع مالی خارجی داشته باشند. همچنین، سیاست تقسیم سود شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها (غیر متنوع)، حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی دارد. به نظر می‌رسد مهمترین دلیل این موضوع تنوع و گستردگی و همچنین ثبات و پایداری بازار سرمایه داخلی این گروه‌ها در مقایسه با گروه‌های تجاری غیر متنوع می‌باشد. همچنین، نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباطی بین عمر شرکت‌ها با سیاست تقسیم سود وجود ندارد.

مهمترین پیشنهادات این تحقیق را می‌توان به شکل

زیر خلاصه نمود:

۱. بر اساس یافته‌های این تحقیق به فعالان بازارهای سرمایه پیشنهاد می‌شود به درصد مالکیت سهامداران

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، شماره ۱، ص ۵۹-۲۱.

(۷) کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران. (۱۳۹۰). تهران، "استاندارد های حسابداری ایران"، نشریه شماره ۱۶۰، انتشارات سازمان حسابرسی.

(۸) 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 سرمایه، تهران.

(۹) نوفرستی، محمد. (۱۳۸۶)؛ "آمار در اقتصاد و بازرگانی"، تهران، نشر رسا.

10) Abdelsalam, O; EL-Masry, A, and Elsegini, S., (2008). "Board Composition, Ownership structure and dividend policies in an emerging Market", *Journal of Managerial Finance*, Vol. 34, No. 12, pp. 953-964.

11) Baker, H.K., powell, G.E. and veit, T., (2002). "Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy", *journal of economics and finance*, volume 26, NO. 3, PP. 230-205.

12) DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M., (2006). "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory", *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, pp. 227-254.

13) Deshmukh, S., (2005). "The effect of asymmetric information on dividend policy". *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 44, pp. 107-127.

14) Dewenter, K. L., Novaes, W., & Pettway, R. H. (2001). "Visibility versus complexity in business groups: Evidence from Japanese Keiretsu". *Journal of Business*, Vol. 74, pp. 79-100.

15) Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S., (2009). "Catering effects in corporate dividend policy: International evidence". *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, pp. 1730-1738.

(۲) پیشنهاد می‌شود تأثیر گروه‌های تجاری بر نرخ بازده سهام شرکت‌های گروه نیز بررسی شود.

(۳) پیشنهاد می‌شود پژوهش حاضر در صنایع مختلف به تفکیک صنعت خاص انجام شود.

فهرست منابع

(۱) اعتمادی، حسین و پری چالاکی. (۱۳۸۴). "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۱-۱۳۷۷"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹، ص ۴۷-۳۹.

(۲) افلاطونی، عباس و لیلی نیکبخت. (۱۳۸۹). تهران، "کاربرد اقتصاد سنجی در تحقیقات حسابداری"، مدیریت مالی و علوم اقتصادی، انتشارات ترمه، چاپ اول.

(۳) ایزدی‌نیا و همکاران. (۱۳۸۹). "ارزیابی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات حسابداری، شماره ۲۶، ص ۱۵۵-۱۳۹.

(۴) پورحیدری، امید و محمد خاکساری. (۱۳۸۷). "بررسی عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، توسعه و سرمایه، شماره ۲، ص ۲۰۰-۱۸۳.

(۵) سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۴). "قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا"، فصل اول، بند ۲۷، ماده ۱، تهران، انتشارات بورس اوراق بهادار.

(۶) ستایش، محمد حسین و مصطفی کاظم نژاد. (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های

یادداشت‌ها

1. Miller and Modigliani
2. Laporta
3. Manos
4. Gaplan
5. Baker
6. Ferris
7. Deshmokh
8. DeAngelo
9. Kumar
10. Keith
11. Naceur
12. Abdelsalam
13. Kouki and Guizani
14. Tobit Model
15. James Tobin
16. Latent
17. Lipson
18. Lin
19. Dewenter

- 16) Gopalan, R., Nanda, V., & Seru, A., (2007). "Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups", *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, p.p.759–795.
- 17) Jensen, M. C., (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323–329.
- 18) Keith, Trumm., (2004). "Determinants of Dividend in Stonian Enterprises", University of Tartu.
- 19) Kouki. M, & Guizani. M., (2009). "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market", *European Journal of Scientific Research*, Vol.25 No.1 pp.42-53.
- 20) Kumar, J., (2003). "Does Ownership Structure Influence Firm value? Evidence form India", Working paper, [Online]: www.ssrn.com.
- 21) La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W., (2000). "Agency problems and dividend policies around the world". *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 1–33.
- 22) Lin, J. B., Pantzalis, C., & Park, J. C., (2007). "Corporate use of derivatives and excess value of diversification", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, pp. 889–913.
- 23) Lipson, M., Macqueira, C., Megginson, W., (1998). "Dividend initiation and earnings surprises". *Financial Management*, Vol. 27, pp. 36–45.
- 24) Miller, M.H, & Modigliani, F., (1961). "Dividend policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, Vol. 34, PP. 411-433.
- 25) Naceur, S; Goaid, M, and Belanes. A. (2006). "On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy", *International Review of Finance*, Vol. 6, No.1, pp. 1–23.
- 26) Ronny Manos, Victor Murinde, Christopher J., Green. (2012). "Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms". *International Review of Economics and Finance*, Vol. 21, pp. 42–56