

تبیین الگوی مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

پریوش زاهدی*، سید رامین ابوالفضلی**، اکبر مردانه خامنه***

چکیده

هدف اصلی این تحقیق، تبیین الگوی مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ می باشد. تاثیر مالکیت خانودگی بر بازده داراییها (ROA) به عنوان معیار عملکرد شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. شرکتهایی خانوادگی محسوب شده که حداقل ۲۰٪ از سهام آنها به صورت فردی یا گروهی در دست اعضای خانواده باشد و یا حداقل یکی از اعضای نسبی یا سببی خانواده، عضو هیأت مدیره و یا مدیر اجرایی بوده و به طور فعال در هیأت مدیره شرکت، مشارکت داشته باشد. نتایج ۹۵ شرکت طی سالهای ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان می دهد، میزان مالکیت خانوادگی تأثیر مستقیم و مثبتی بر عملکرد شرکتها (ROA) دارد و از این میزان در حد ۵۰٪ به بالا، مالکیت خانوادگی، تأثیر مستقیم و معناداری بر عملکرد شرکت دارد و برای سطوح پایین تر این تأثیر معنادار نمی باشد. با افزایش میزان مالکیت خانوادگی، مقدار ضرایب نیز افزایش یافته که با بالا رفتن میزان مالکیت خانوادگی شدت تأثیر آن بر عملکرد شرکت افزایش می یابد. وجود مالکیت خانوادگی تأثیر مستقیم و مثبتی بر عملکرد شرکتها (ROA) دارد.

کلیدواژه ها: ساختار مالکیت؛ مالکیت خانوادگی؛ عملکرد شرکت؛ بازده داراییها.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۳/۰۲/۱۲، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۳/۰۶/۰۶

* استادیار، دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول).

E-mail: p-zahedi@sbu.ac.ir

** کارشناس ارشد، دانشگاه تهران.

*** کارشناس ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بابل.

۱. مقدمه

برای سالیان متمادی اقتصاددانان فرض نموده‌اند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند. اما در ۳۰ سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این‌گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است. این موارد به‌طور کلی، تحت عنوان "تئوری نمایندگی" در مدیریت بیان می‌شود. طبق تعریف جنسن و مک لینگ: رابطه نمایندگی قراردادی است که براساس آن صاحب کار یا مالک، نماینده یا عامل را از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض می‌کند.

عمده مطالعات انجام‌شده در اقتصادهای نوظهور و همچنین در کشورهایی با بازارهای سهام کمتر توسعه‌یافته نیز نشان می‌دهد که اولاً رابطه مثبتی بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت‌ها وجود داشته و ثانیاً سرمایه‌گذاران نهادی (اشخاص حقوقی) در نظارت بر عملکرد مؤسسه مؤثرتر از سهامداران دولتی و انفرادی هستند، مرکز توجه تحقیقات انجام شده در این مورد نیز تئوری نمایندگی است که در واقع به توضیح تضاد منافع بین تصمیم‌گیرندگان درون سازمان (مدیریت) و سهامداران در خارج از سازمان می‌پردازد. در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و لذا به‌منظور دستیابی به این هدف در کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. در این صورت، سؤال مطرح این است که: آیا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آنها تأثیر دارد؟ یعنی اگر مالکان شرکت را گروه‌های مختلف، مانند دولت، مؤسسات مالی، بانک‌ها و سازمان‌های دیگر تشکیل دهند، عملکرد آنها چگونه خواهد بود؟ و وجود کدامیک از این ترکیب‌های متفاوت مالکیت، در بهبود عملکرد شرکت مؤثرتر است؟ با دستیابی به جواب این سؤال‌ها می‌توان به‌منظور بهبود عملکرد شرکت، اقدامات مناسب‌تری را به‌عمل آورد و تصمیم‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران نیز برای دستیابی به عملکرد بهتر واحدهای اقتصادی، به ترکیب مالکان آنها نیز توجه نمایند. بنابراین، بررسی رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت برای ارزیابی بهتر و دقیق‌تر استفاده‌کنندگان از عملکرد مدیران ضروری به‌نظر می‌رسد.

هدف اصلی این پژوهش، تبیین و تحلیل مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اهمیت پژوهش در این است که به‌گونه‌ای تجربی به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌های بورسی بر عملکرد آنان تأثیرگذار خواهد بود و اگر چنانچه مالکان شرکت، گروه‌های مختلفی مانند دولت، مؤسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های خصوصی دیگر باشند، عملکرد آنها می‌تواند متفاوت گردد. افزون بر این، وجود کدامیک از ترکیب‌های متفاوت مالکیت در بهبود عملکرد شرکت مؤثرتر

است؟ بنابراین در نهایت، این مطالعه اهمیت خصوصی‌سازی را نیز مطرح می‌سازد.

۲. مبانی و چارچوب نظری تحقیق

برای انجام این پژوهش، ابتدا تعریفی از شرکت‌های خانوادگی ارائه می‌گردد. شرکت‌های خانوادگی را از جنبه‌های مختلف می‌توان تعریف کرد: عضویت اعضای خانواده در هیأت مدیره، درصد مالکیت سهم از سوی اعضای خانواده و کنترل یا نفوذ قابل ملاحظه‌ای اعضای خانواده در شرکت، از عواملی است که شرکت‌های خانوادگی به وسیله آن تعریف می‌شود. عضویت در هیأت مدیره و درصد مالکیت سهام در بیشتر تعریف‌هایی که از شرکت‌های خانوادگی ارائه شده، بیان شده است. در مورد درصد مالکیت سهام، نظرات مختلفی ارائه گردیده است. در تعریف‌های ارائه شده، مالکیت حداقل پنج درصد و حداکثر، بیش از پنجاه درصد سهم را از سوی اعضای خانواده، به‌عنوان شرط ذکر کرده‌اند. (اهرهاردت^۱ و نواک^۲؛ مک کوناگی و همکاران [۲]؛ اندرسون^۳ و ریپ^۴ [۳]؛ کولی^۵ و همکاران [۴]؛ ویلاونگا^۶ و آمیت^۷ [۵]؛ ونگ [۶]؛ یانگ^۸ و تسای^۹ [۷]؛ چاکرابارتی^{۱۰} [۸]).

در سال ۲۰۱۰ مرکز تحلیل گران و انتشاردهندگان داده‌های بورس آلمان، شاخص خانوادگی دکس پلاس را برای شرکت‌های خانوادگی ارائه نمود که طبق آن شرکتی به‌عنوان خانوادگی معرفی می‌شود که یکی از دو شرط زیر را دارا باشد: خانواده مؤسس حداقل ۲۵ درصد سهام را در اختیار داشته باشد، و یا یکی از اعضای خانواده در هیأت مدیره عضویت داشته و حداقل ۵ درصد از سهام عادی را در اختیار داشته باشد. باتوجه به تعریف‌های ارائه شده، اکنون باتوجه به قوانین و مقررات و شرایط ایران، یک تعریف از مالکیت خانوادگی ارائه می‌نماییم. در تعریف‌های بالا، درصدهای متفاوتی برای مالکیت در شرکت‌های خانوادگی، بیان شد. برای اینکه یک درصد معین برای ایران ذکر شود، ابتدا باید به این نکته توجه کرد که در ایران، سهامداران در چه صورت بر یک شرکت، نفوذ قابل ملاحظه دارند؟ آنگاه می‌توان باتوجه به این نفوذ قابل ملاحظه، شرکت‌های خانوادگی را تعریف کرد. کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران در بند ۸ استاندارد شماره ۲۰، چنین می‌گوید:

1. Ehrhardt
2. Nowak
3. Anderson
4. Reed
5. Colli
6. Villaong
7. Amit
8. Yong
9. Tsai
10. Chakrabarty

"اعمال نفوذ قابل ملاحظه، اساساً بدون دارا بودن قدرت رأی کافی، بعید است و به همین دلیل، داشتن میزان خاصی از حق رأی در واحد سرمایه‌پذیر، به‌عنوان فرض نفوذ قابل ملاحظه تلقی می‌شود. برای دستیابی به میزان معقولی از یکنواختی در عمل، فرض بر این است در غیاب شواهد نقص‌کننده، در مواردی که واحد سرمایه‌گذار (به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم از طریق واحدهای تجاری فرعی) حداقل ۲۰٪ از قدرت رأی در واحد سرمایه‌پذیر را داشته باشد، دارأی نفوذ قابل ملاحظه در واحد سرمایه‌پذیر است. برعکس در مواردی که واحد سرمایه‌گذار کمتر از ۲۰٪ قدرت رأی در واحد سرمایه‌پذیر را داشته باشد، چنین فرض می‌شود که سرمایه‌گذار نفوذ قابل ملاحظه ندارد؛ مگر این چنین نفوذی را بتوان به روشی اثبات کرد" (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۶: ۴۳۱-۴۳۲).

شرکت‌های خانوادگی تلقی می‌شوند که یا حداقل ۲۰٪ از سهام آنان به‌صورت فردی یا گروهی، در دست اعضای خانواده باشد و یا حداقل یکی از اعضای نسبی یا سببی خانواده، عضو هیأت مدیره و یا به‌طور فعالی در هیأت مدیره شرکت مشارکت داشته باشد.

فهد عبدالله و همکاران [۹] در پژوهشی تأثیر مالکیت گروهی و خانوادگی بر عملکرد شرکت‌های نمونه انتخاب شده از بورس اوراق بهادار کراچی (پاکستان) را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند: مالکیت گروهی، تأثیر قابل توجهی بر عملکرد شرکت ندارد، با این حال زمانی که مالکیت گروهی در یک شرکت بالا رود عملکرد ضعیفی نشان می‌دهد. همچنین شرکت‌های بزرگ و شرکت‌هایی با نسبت گردش فروش بالا و شرکت‌های در حال رشد، عملکرد بهتری از سایر شرکت‌ها دارند. در حالی که شرکت‌های باهرم مالی بالا عملکرد ضعیفی نشان می‌دهند، از آنجایی که شرکت‌های خانوادگی کنترل قوی بر بسیاری از تصمیم‌های شرکت دارند، موقعیت بهتری برای سلب مالکیت سهامداران اقلیت می‌توانند داشته باشند. بنابراین ممکن است مالکیت خانوادگی مزایایی داشته باشد.

یانگ و تسای [۷] میزان حساسیت اعضای خانوادگی و غیرخانوادگی هیأت مدیره را به مبلغ پاداش، مورد بررسی قرار دادند. براساس این پژوهش، مبلغ میانه پاداش اعضای غیرخانوادگی به صورت معناداری بیش از اعضای خانوادگی بود. با توجه به این نکته، می‌توان گفت که اعضای خانوادگی هیأت مدیره به دریافت پاداش اضافی از شرکت نیاز کمتری دارند. در مقابل، شرکت‌های خانوادگی مجبور هستند که به اعضای غیرخانوادگی هیأت مدیره، پاداش بیشتری را پرداخت کنند. وو^۱ و همکاران [۱۰] نشان دادند که مشارکت خانواده در مدیریت شرکت، تأثیر بسزایی در تأمین مالی

سرمایه شرکت‌های کوچک دارد، البته این تأثیر به صورت معکوس است؛ به این صورت که مشارکت خانواده در کنترل مدیریت و مالکیت باعث کاهش تأمین مالی از طریق سرمایه و افزایش تأمین مالی از طریق بدهی می‌شود. همچنین آنها نشان دادند که شرکت‌های کوچک در مرحله شروع به کار و مرحله رشد، بر نظارت‌های هیأت مدیره و سایر اشخاص ثالث تکیه می‌کنند تا از این طریق بتوانند به مشکلات نمایندگی رسیدگی نمایند. تسای^۱ و گو [۱۱] ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت در صنعت کازینو برای سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ را مورد پژوهش قرار دادند. مالکیت نهادی برابر درصدی سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی از کل سهام سرمایه می‌باشد و این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت می‌باشند. آنها نشان دادند که سرمایه‌گذاری نهادی در کازینوها ممکن است به سرمایه‌گذاران این صنعت کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند. ویلاونگ^۲ و آمیت^۳ [۵] نشان دادند که مدیریت خانواده تأثیر معناداری بر ارزش شرکت ندارد ولی در مورد کنترل خانواده بر شرکت می‌توان گفت که در شرکت‌های خانوادگی وضعیت بهتری دارند. اندرسون^۴ و همکاران [۳] نیز به این نتیجه رسیدند که مالکیت خانوادگی باعث کاهش هزینه نمایندگی برای بدهکاران و طلبکاران می‌شود.

۳. روش‌شناسی تحقیق

پژوهش حاضر از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. هدف تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. همچنین تحقیق حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق همبستگی است. در این تحقیق هدف، تعیین رابطه و میزان آن متغیرهاست. برای این منظور برحسب مقیاس‌های اندازه‌گیری متغیرها، شاخص‌های مناسبی اختیار می‌شود. مقیاس اندازه‌گیری داده‌ها، مقیاس نسبی است. مقیاس نسبی بالاترین و دقیق‌ترین سطح اندازه‌گیری را ارائه می‌دهد. این مقیاس علاوه بر دارا بودن کلیه خصوصیات مقیاس‌های دیگر، از صفر مطلق نیز برخوردار است. روش تحقیق به صورت استقرایی است که در آن مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه، مقاله و اینترنت جمع‌آوری شده و در رد یا اثبات فرضیه‌های پژوهش با به‌کارگیری روش‌های آماری مناسب، از استدلال استقرایی در تعمیم نتایج استفاده شده است. لذا انجام پژوهش

1. Tsai

2. Villaong

3. Amit

4. Anderson

در چارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت گرفته است. بدین معنی که در مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعه کتابخانه‌ای، سایر سایت‌ها و مقالات در چارچوب قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تأیید یا رد فرضیه‌ها در قالب استقرایی انجام می‌پذیرد.

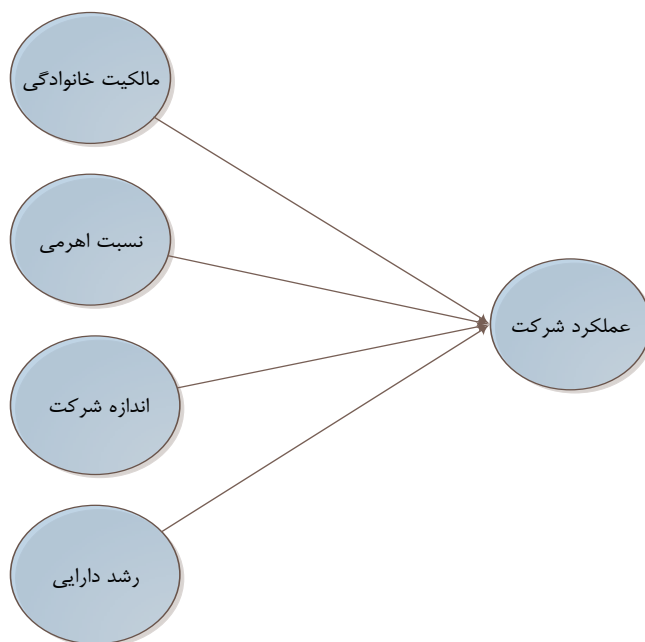
فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: میزان مالکیت خانوادگی تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت دارد.

فرضیه دوم: مالکیت خانوادگی بیش از اندازه دارای تأثیر منفی بر عملکرد شرکت است.

فرضیه سوم: درصد بالای مالکیت خانوادگی در یک شرکت منجر به عملکرد ضعیف شرکت می‌شود.

مدل مفهومی تحقیق. براساس آنچه مطرح شد، رابطه مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکت (ROA) را می‌توان به گونه‌ای که در نمودار (۱) نمایش داده شده است، ارائه داد. ادعای الگوی ارائه شده این می‌باشد که مالکیت خانوادگی فارغ از سایر متغیرهای مستقل بر عملکرد شرکت تأثیرگذار خواهد بود.



نمودار ۱. الگوی مفهومی تحقیق

جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ می‌باشند که تا پایان سال ۱۳۹۰ بر پایه نرم‌افزار ره‌آورد نوین بورس برابر با ۵۱۰ تعداد شرکت بوده است. حجم نمونه به روش حذفی سیستماتیک (غربال‌گری) و براساس معیارهای زیر گزینش می‌گردند:

۱. به‌منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های مورد بررسی، قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند؛
 ۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به اسفندماه بوده و طی سال‌های مذکور دوره مالی خود را تغییر نداده باشد؛
 ۳. اطلاعات مالی مورد نیاز شرکت‌ها برای دوره مورد بررسی در دسترس باشد؛
 ۴. جزء شرکت‌های صنعت مالی، سرمایه‌گذاری و بانک نباشند.
- در نهایت باتوجه به روش غربالگری و پس از حذف مشاهدات پرت تعداد نمونه نهایی برابر با ۹۵ شرکت طبق جدول ۱ است.

جدول ۱. نمونه آماری تحقیق

تعداد	تعداد حذف شده	شرح
۵۱۰		کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تا پایان
	۱۰۹	تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده که در قلمرو زمانی ۹۰-۱۳۸۶ وارد بورس شده‌اند
	۲۶	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۰-۱۳۸۶ از بورس برون‌رفت داشته‌اند
	۱۸	تعداد شرکت‌های فعال در صنعت مالی، سرمایه‌گذاری و بانک
	۵۴	به‌منظور همگن بودن، شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۱۳۸۹ ختم نمی‌شود.
	۱۸۹	شرکت‌های فاقد صورت‌های مالی حسابرسی شده در قلمرو زمانی ۹۰-۱۳۸۶
	۱۹	شرکت‌های دارای داده‌های پرت
(۴۱)		مجموع شرکت‌های حذف شده
۹۵		تعداد شرکت‌های مورد بررسی

بررسی فرضیات پژوهش. در این تحقیق به منظور بررسی تأثیر میزان مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت درصد مالکیت خانوادگی (FOWN) به صورت متغیر مستقل وارد مدل رگرسیونی زیر می شود:

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FOWN_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 GROW_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

i نشانگر شرکت های مورد مطالعه ، t نشانگر سال و $\varepsilon_{i,t}$ نشانگر جزء خطای معادله رگرسیون می باشد.

ROA : معیار عملکرد شرکت است از تقسیم سود خالص بر جمع دارایی ها بدست می آید.

FOWN : درصد مالکیت خانوادگی می باشد.

LEV: نسبت اهرمیک که از تقسیم جمع بدهی ها به جمع دارایی ها بدست می آید.

GROW : رشد جمع دارایی ها نسبت به دوره قبل.

SIZE: اندازه شرکت که به صورت لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها تعریف می شود.

به منظور بررسی تأثیر سطوح مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت متغیر مجازی مرتبط با هر یک

از سطوح مالکیت خانوادگی (از ۳۰٪ تا ۹۰٪) به طور جداگانه وارد مدل رگرسیونی می شوند.

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FOWN_DUMMY^3_{i,t} + \alpha_2 F_DUMMY^4_{i,t} + \alpha_3 F_DUMMY^5_{i,t} + \alpha_4 F_DUMMY^6_{i,t} + \alpha_5 F_DUMMY^7_{i,t} + \alpha_6 F_DUMMY^8_{i,t} + \alpha_7 F_DUMMY^9_{i,t} + \alpha_8 LEV_{i,t} + \alpha_9 GROW_{i,t} + \alpha_{10} SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

متغیرهای مجازی این تحقیق برحسب درصد مالکیت خانوادگی به صورت زیر تعریف خواهند شد. این متغیرها بدین صورت در مدل عمل خواهند کرد که در صورتی که میزان درصد مالکیت خانوادگی در شرکت بیشتر از عدد مشخص شده در تعریف عدد دامی باشد، این متغیر عدد یک و در غیر این صورت، عدد صفر را اختیار خواهد کرد. برای مثال در متغیر F-DUMMY30 در صورتی که درصد مالکیت خانوادگی بیشتر از 30٪ باشد عدد یک، در غیر این صورت عدد صفر می گیرد.

به‌منظور بررسی تأثیر وجود مالکیت خانوادگی (صرف‌نظر از درصد و سطوح مالکیت خانوادگی) بر عملکرد شرکت متغیر مجازی (F_DUMMY) وارد مدل رگرسیونی می‌شود.

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 F_DUMMY_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 GROW_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

F_DUMMY: متغیر مجازی است، در صورتی که شرکت خانوادگی محسوب شود، عدد یک، در غیر این صورت عدد صفر منظور می‌شود.

تحلیل آماری متغیرهای تحقیق. جدول ۲، آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق را در طی دوره مورد بررسی نشان می‌دهد. کل مشاهدات پس از تعدیل بابت شرکت‌های فاقد شرایط لازم و نیز حذف داده‌های پرت، برابر با ۹۵ شرکت بوده است. آمار توصیفی متغیرهای وابسته، و مستقل که با استفاده از داده‌های ۹۵ شرکت طی دوره آزمون (سال‌های ۹۰-۱۳۸۶) اندازه‌گیری شده‌اند، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه است که در جدول ۲ ارائه گردیده است.

جدول ۲. اندازه‌های آماری متغیرهای تحقیق

شرح متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
عملکرد شرکت ROA	۰/۲۹۸	۰/۲۲۱	۰/۶۸۱	-۰/۴۴۲	۰/۵۶۴
اهرم مالی LEV	۰/۱۳۸	۰/۱۱۷	۰/۱۱۱	۰/۰۰۰	۰/۸۳۸
مالکیت خانوادگی FOWN	۰/۵۴۵	۰/۶۱۶	۰/۷۸۸	۰/۳۲۱	۰/۹۷۱
اندازه شرکت SIZE	۱۳/۱۲۳	۱۲/۹۷۶	۱/۴۱۰	۹/۸۲۱	۱۶۱۸ ۱۹
رشد دارایی‌ها GROW	۰/۴۰۱	۰/۳۶۸	۰/۸۴۱	-۰/۲۳۱	۰/۶۸۹

تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون. باتوجه به ادبیات تحقیق موجود و نیز ماهیت فرضیه‌های تحقیق در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. به‌منظور تعیین مدل

مناسب (تلفیقی یا تابلویی با اثرات ثابت یا تصادفی) برای آزمون فرضیات از آزمون‌های چاو و هاسمن استفاده شده است.

آزمون چاو. نتایج مربوط به آزمون F برای مدل رگرسیونی تحقیق حاضر در جدول ۳ نشان داده شده است. لازم به ذکر است که سطح معناداری آماره F در سطح ۹۹٪ تعیین شده است. در مورد مدل فرضیه‌های اول و دوم نتایج آزمون چاو نشان می‌دهد فرض H_0 (مدل تلفیقی) تأیید نمی‌شود. به بیان دیگر، آثار فردی یا گروهی وجود دارد و باید از روش داده‌های تابلویی (پانل) برای برآورد مدل رگرسیونی تحقیق استفاده شود که در ادامه برای تعیین نوع مدل پانل (با اثرات تصادفی یا اثرات ثابت) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول ۳. آزمون چاو

مدل رگرسیونی	آزمون F	آماره F	احتمال	نتیجه آزمون
مدل فرضیه اول	مقدار	۱۲۴۳/۶۷۸	۰/۰۰۰۰	رد فرض صفر
مدل فرضیه دوم	مقدار	۹۸۱/۴۹۱	۰/۰۰۰۰	رد فرض صفر
مدل فرضیه سوم	مقدار	۲/۲۳۱	۰/۲۵۸	قبول فرض صفر

اما در خصوص مدل فرضیه سوم، نتایج آزمون چاو نشان می‌دهد فرض H_0 (مدل تلفیقی) تأیید می‌شود. به بیان دیگر، آثار فردی یا گروهی وجود ندارد و باید از روش داده‌های تلفیقی برای برآورد مدل رگرسیونی تحقیق استفاده شود. لذا نیاز به انجام آزمون هاسمن نمی‌باشد.

آزمون هاسمن. پس از مشخص شدن اینکه عرض از مبدأ برای سال‌های مختلف یکسان نیست، باید روش استفاده در برآورد مدل (اثرات ثابت یا تصادفی) تعیین گردد که بدین منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. لازم به ذکر است که سطح معناداری آماره F در سطح ۹۹٪ تعیین شده است. در آزمون هاسمن فرضیه H_0 مبنی بر سازگاری تخمین‌های اثر تصادفی را در مقابل فرضیه H_1 مبنی بر ناسازگاری تخمین‌های اثر تصادفی آزمون می‌نماید.

جدول ۴. آزمون هاسمن

مدل رگرسیونی	آزمون هاسمن	آماره χ^2	احتمال	نتیجه آزمون
فرضیه اول	مقدار	۳۳۱/۴۵۱	۰/۰۰۰۰	رد فرض صفر
فرضیه دوم	مقدار	۱۸۹/۳۲۹	۰/۰۰۰۰	رد فرض صفر

نتایج مربوط به آزمون هاسمن برای مدل فرضیه‌های اول و دوم در جدول ۴ نشان داده شده است. نتایج نشان داده که آماره χ^2 آزمون هاسمن برای مدل اول و دوم به ترتیب برابر با ۳۳۱/۴۵۱، ۱۸۹/۳۲۹ بدست آمده است که در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار می‌باشند که حاکی از تأیید فرضیه H_1 می‌باشد، لذا باتوجه به آزمون هاسمن برازش مدل رگرسیونی اول و دوم این تحقیق با استفاده از مدل داده‌های پانل به روش اثرات ثابت مناسب خواهد بود.

برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته از آزمون کولموگروف اسمیرنوف استفاده شده است. این آزمون برای متغیرهای وابسته (کارایی شرکت و ساختار سرمایه) انجام شده است. جدول خروجی آزمون $K-S$ در نرم‌افزار $SPSS$ برای این متغیر به شرح جدول ۵ زیر است:

جدول ۵. آزمون کولموگروف اسمیرنوف

نام متغیر	Z کولموگروف اسمیرنوف	سطح معناداری	نتیجه
عملکرد شرکت	۰/۲۹۸	۰/۲۰۸	توزیع نرمال است

باتوجه به جدول فوق و آماره Z کولموگروف اسمیرنوف از آنجائی که سطح معناداری برای تمامی متغیرهای بیشتر از ۰/۰۵ است فرضیه H_0 تأیید شده، لذا با اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت متغیرهای فوق از توزیع نرمال برخوردارند.

برای آزمون استقلال خطاها از آزمون دوربین واتسون، همبستگی سریالی بین باقیمانده (خطا)های رگرسیون را بر مبنای فرض صفر آماری زیر محاسبه می‌نماییم:

H_0 : بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد.

H_1 : بین خطاها خود همبستگی وجود دارد.

اگر آماره دوربین - واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار گیرد، فرضیه H_0 آزمون (عدم همبستگی بین خطاها) پذیرفته می‌شود و در غیر این صورت H_1 تأیید می‌شود.

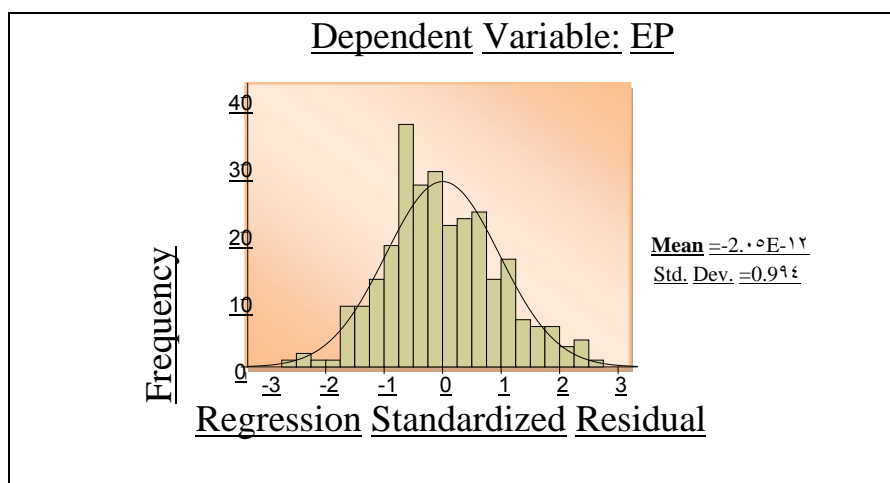
آماره دوربین واتسن به همراه ضریب همبستگی، ضریب تعیین، ضریب تعیین تعدیل شده و خطای استاندارد به شرح جدول ۵ است:

جدول ۶. آزمون استقلال خطاها

مدل رگرسیونی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسن
مدل فرضیه اول	۰/۶۸۹	۰/۶۴۷	۲/۰۸۹
مدل فرضیه دوم	۰/۵۴۱	۰/۵۰۸	۱/۹۳۴
مدل فرضیه سوم	۰/۴۱۹	۰/۳۸۱	۱/۵۷۱

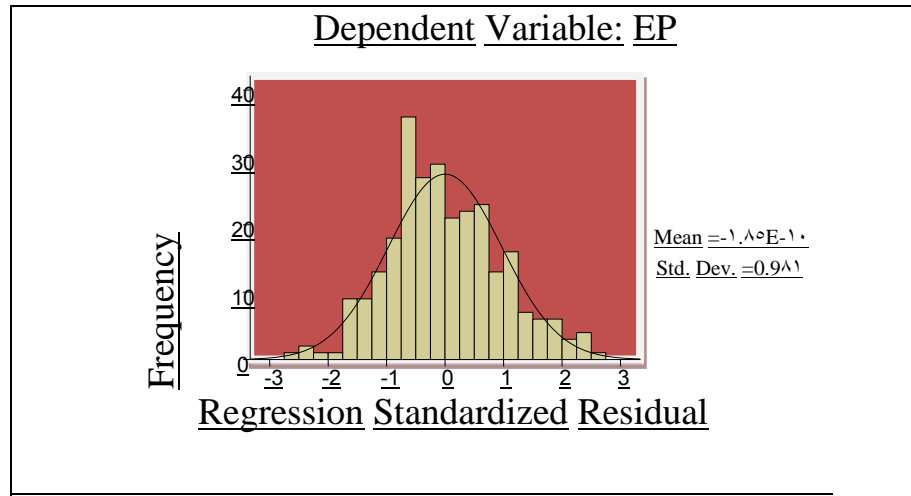
باتوجه به جدول مزبور مقدار آماره دوربین - واتسون برای مدل های رگرسیونی مزبور در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد است. بنابراین فرض H_0 مبنی بر عدم وجود خود همبستگی بین خطاها تأیید می شود و می توان از رگرسیون استفاده کرد.

همان گونه که در نمودار ۲ مشخص شده، در مدل رگرسیونی (۱) میانگین توزیع خطاها تقریباً صفر، و انحراف معیار آن نزدیک به یک (۰/۹۹۴) است، در نتیجه توزیع خطاهای مدل رگرسیون نرمال می باشد.



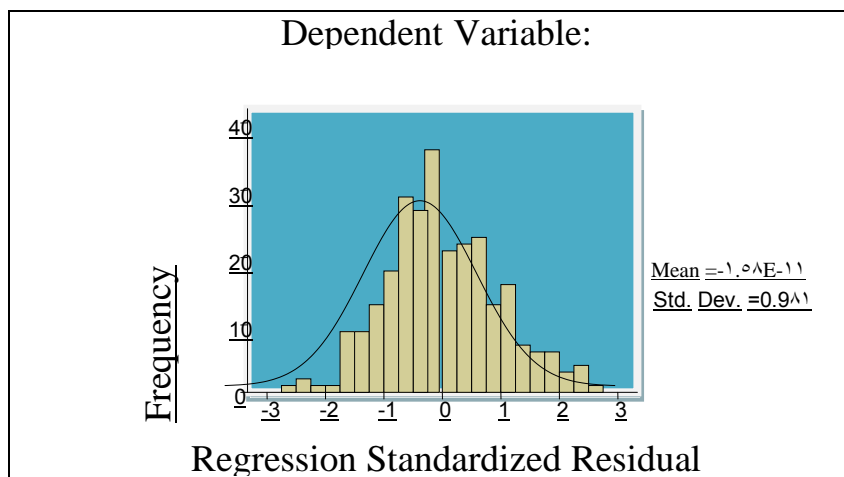
نمودار ۲. منحنی اجزاء خطاها - مدل ۱

همان‌گونه که در نمودار ۳ مشخص شده، در مدل رگرسیونی دوم میانگین توزیع خطاها تقریباً صفر، و انحراف معیار آن نزدیک به یک (۰/۹۸۱) است، در نتیجه توزیع خطاهای مدل رگرسیون نرمال می‌باشد.



نمودار ۳. منحنی اجزاء خطاها - مدل ۳

همان‌گونه که در نمودار ۴ مشخص شده، در مدل رگرسیونی سوم میانگین توزیع خطاها تقریباً صفر، و انحراف معیار آن نزدیک به یک (۰/۹۸۱) است، در نتیجه توزیع خطاهای مدل رگرسیون نرمال می‌باشد.



نمودار ۴. منحنی اجزاء خطاها - مدل ۳

۴. تحلیل یافته‌ها

طبق آزمون‌های آماری اعمال شده روی فرضیه اول به این نتیجه رسیدیم که "میزان مالکیت خانوادگی تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت دارد." مطابق با جدول ۶، در سطح اطمینان ۹۵٪ ضریب بدست آمده برای متغیر میزان مالکیت خانوادگی (FOWN) در مدل رگرسیونی معنادار می‌باشد و از طرفی باتوجه به علامت مثبت ضریب مزبور (۳/۲۱۵) می‌توان گفت که میزان مالکیت خانوادگی تأثیر مستقیم و مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها (ROA) دارد، لذا فرضیه اول تأیید می‌گردد.

جدول ۷. برازش معادله رگرسیون فرضیه اول

نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره t	سطح معناداری
عدد ثابت	α_0	۵/۵۰۷۴	۵/۵۰۷	۰/۰۰۰
FOWN	α_1	۳/۲۱۵	۲/۱۴۱	۰/۰۰۳
LEV	α_2	-۱/۰۹۸	-۲/۲۸۸	۰/۰۰۲
GROW	α_3	۱/۷۳۶	۲/۸۴۷	۰/۰۱۴
SIZE	α_4	۲/۳۱۱	۲/۶۰۱	۰/۰۰۳۷
ضریب تعیین	۰/۶۸۹	آماره F	۱۴/۷۸۱	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۴۷	معناداری (P-Value)	۰/۰۰۰	
		آماره دوربین واتسون	۲/۰۸۹	

طبق آزمون هاى آمارى اعمال شده روى فرضيهٔ دوم به اين نتيجه رسيديم كه "مالكيت خانوادگى بيش از اندازه تاثير منفى بر عملكرد شركت دارد." مطابق با جدول ۷، در سطح اطمينان ۹۵٪، ضرايب بدست آمده براى تمامى متغيرهاى سطوح مالكيت خانوادگى (FOWN) (۳۰٪ تا ۹۰٪) به جزء سطوح ۳۰٪ و ۴۰٪ در مدل رگرسيونى معنادار مى باشد. بنا بر اين مى توان نتيجه گرفت كه از ميزان مالكيت خانوادگى ۵۰٪ به بالا، مالكيت خانوادگى تاثير مستقيم و معنادارى بر عملكرد شركت دارد و براى سطوح پايين تر اين تاثير معنادار نمى باشد. همچنين همان طور كه مشاهده مى شود، با افزايش ميزان مالكيت خانوادگى مقدار ضرايب نيز افزايش يافته كه اين نشان مى دهد با بالا رفتن ميزان مالكيت خانوادگى، شدت تاثير آن بر عملكرد شركت افزايش مى يابد. لذا فرضيهٔ دوم تحقيق مبنى بر اين كه مالكيت خانوادگى بيش از اندازه تاثير منفى بر عملكرد شركت است، رد مى گردد.

جدول ۸. برازش معادله رگرسيون فرضيه دوم

نام متغير	ضريب متغير	مقدار ضريب	آماره t	سطح معنادارى
عدد ثابت	α_0	۶/۹۶۱	۳/۰۹۱	۰/۰۰۶
FOWN_DUMMY ^{۳۰}	α_1	۲/۶۴۱	۰/۵۸۸	۰/۵۶۱
FOWN_DUMMY ^{۴۰}	α_2	۱/۲۱	۰/۱۵۸	۰/۸۷۵
FOWN_DUMMY ^{۵۰}	α_3	۲/۰۱۲	۲/۸۷۱	۰/۰۰۴
FOWN_DUMMY ^{۶۰}	α_4	۲/۸۹۱	۲/۳۴۲	۰/۰۰۷۵
FOWN_DUMMY ^{۷۰}	α_5	۳/۵۰۱	۲/۹۸۷	۰/۰۰۳۷
FOWN_DUMMY ^{۸۰}	α_6	۴/۲۳۴	۵/۰۷۳	۰/۰۰۰
FOWN_DUMMY ^{۹۰}	α_7	۴/۴۶۷	۳/۸۳۸	۰/۰۰۰
LEV	α_8	-۱/۴۲۱	-۲/۳۸۰	۰/۰۱۸
GROW	α_9	۳/۵۲۷	۲/۶۱۹	۰/۰۰۹
SIZE	α_{10}	۲/۳۱۱	۲/۹۸۷	۰/۰۰۳۷
ضريب تعيين	۰/۵۴۱		آماره F	۲۱/۶۵۱
ضريب تعيين تعديل شده	۰/۵۰۸		معنادارى (P-Value)	۰/۰۰۰
			آماره دوربين واتسون	۱/۹۳۴

طبق آزمون هاى آمارى اعمال شده روى فرضيهٔ سوم به اين نتيجه رسيديم كه "درصد بالاي مالكيت خانوادگى در يك شركت منجر به عملكرد ضعيف شركت مى شود." مطابق با جدول ۸، در سطح اطمينان ۹۵٪، ضريب بدست آمده براى متغير مالكيت خانوادگى

(FOWN_DUMMY) در مدل رگرسیون معنادار می‌باشد و از طرفی باتوجه به علامت مثبت ضریب مزبور (۲/۳۶۵) می‌توان گفت که وجود مالکیت خانوادگی تأثیر مستقیم و مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها (ROA) دارد، لذا فرضیه سوم تأیید نمی‌شود.

جدول ۹. برآزش معادله رگرسیون فرضیه سوم

نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره t	سطح معناداری
عدد ثابت	α_0	۴/۶۷۱	۲/۲۹۷	۰/۰۲۲
FOWN_DUMMY	α_1	۲/۳۶۵	۲/۱۰۸	۰/۰۲۱
LEV	α_2	-۳/۸۷۱	۱/۲۶۶	۰/۲۰۶
GROW	α_3	۱/۹۸۱	۲/۱۱۲	۰/۰۳۵
SIZE	α_4	۲/۳۱۱	۲/۶۰۱	۰/۰۰۳۷
ضریب تعیین	۰/۴۱۹	آماره F	۲۴/۳۰۹	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۸۱	معناداری (P-Value)	۰/۰۰۰	

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهاد

در این پژوهش به تبیین این موضوع پرداختیم که آیا بین مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه‌ای معنادار وجود دارد یا خیر؟ نتایج فرضیات تحقیق منطبق با نتایج تحقیقات مک کوناگی و همکاران [۲] و میسرا و همکاران [۱۲] مبنی بر اینکه مالکیت خانوادگی در یک شرکت منجر به بهبود عملکرد و نیز افزایش ارزش شرکت می‌گردد، می‌باشد. در تحلیل نتایج مزبور می‌توان این‌گونه استنباط کرد که طبق فرضیه، نظارت فعال و تئوری نمایندگی هر چه میزان مالکیت خانوادگی در یک شرکت بیشتر باشد، به دلیل همسویی منافع سهامداران، تضاد منافع و به تبع آن، هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد که این نیز به نوبه خود منجر به افزایش عملکرد و ارزش شرکت می‌گردد. درخصوص فرضیه سوم باید این مطلب را اضافه نمود که طبق تعریف مالکیت خانوادگی، بعضی از شرکت‌ها با مالکیت کمتر از ۵۰٪ در کنترل اعضای خانواده نمی‌باشند. لذا از میزان مالکیت خانوادگی ۵۰٪ به بالا، مالکیت خانوادگی تأثیر مستقیم و معناداری بر عملکرد شرکت دارد و برای سطوح پایین‌تر این تأثیر معنادار نمی‌باشد که با افزایش میزان مالکیت خانوادگی به دلیل کاهش تضاد منافع و کاهش هزینه‌های نمایندگی شدت تأثیر مالکیت خانوادگی بر عملکرد و ارزش شرکت افزایش می‌یابد.

منابع

۱. کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران، بند ۸ استاندارد شماره ۱۳۸۶، ۲۰۱۳: ۴۳۱-۴۳۲.
2. Ehrhardt, O., and Nowak, E.: 'The Effect of IPOs on German Family-Owned Firms: Governance Changes, Ownership Structure, and Performance', *Journal of Small Business Management*, 2003, 41, (2), pp. 222-232
3. McConaughy, D.L., Matthews, C.H., and Fialko, A.S.: 'Founding family controlled firms: Performance, risk, and value', *Journal of small business management*, 2001, 39, (1), pp. 31-49
4. Anderson, R.C., and Reeb, D.M.: 'Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500', *The journal of finance*, 2003, 58, (3), pp. 1301-1327
5. Colli, A., Perez, P.F., and Rose, M.B.: 'National determinants of family firm development? Family firms in Britain, Spain, and Italy in the nineteenth and twentieth centuries', *Enterprise and Society*, 2003, 4, 1, 28-64.
6. Villalonga, B., and Amit, R.: 'How do family ownership, control and management affect firm value?', *Journal of Financial Economics*, 2006, 80, (2), 385-417
7. D, W.: 'founding family ownership and earning quality ', *Accounting reasearch*, ۲۰۰۶, ۴۴, pp. 619-656
8. Young, C.-S., and Tsai, L.-C.: 'The sensitivity of compensation to social capital: Family CEOs vs. nonfamily CEOs in the family business groups', *Journal of Business Research*, 2008, 61, (4), pp. 363-374
9. Chakrabarty, S.: 'The influence of national culture and institutional voids on family ownership of large firms: A country level empirical study', *Journal of International Management*, 2009, 15, (1), pp. 32-45
10. Shah, A., Iqbal, A., and Gohar, R.: 'The Effect of Group and Family Ownership on Firm Performance: Empirical Evidence from Pakistan', *International Review of Business Research Papers*, 2011, 7, (4), pp. 177-194
11. Wu, Z., Chua, J.H., and Chrisman, J.J.: 'Effects of family ownership and management on small business equity financing', *Journal of Business Venturing*, 2007, 22, (6), pp. 875-895
12. Tsai, H., and Gu, Z.: 'The relationship between institutional ownership and casino firm performance', *International Journal of Hospitality Management*, 2007, 26, (3), pp. 517-530
13. Mishra, C.S., Randøy, T., and Jenssen, J.I.: 'The effect of founding family influence on firm value and corporate governance', *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2001, 12, (3), pp. 235-259