

بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و مالکیت غیر خانوادگی بر عملکرد
شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر عباس هشی

استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی

Hb.iran@hoshiyar.com

حمید علیخانی (نویسنده مسئول)

کارشناسی ارشد حسابداری

Alikhani.hosein@yahoo.com

بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و مالکیت غیر خانوادگی بر عملکرد شرکتها، در بورس اوراق بهادار تهران

چکیده

با توجه به اینکه شرکتهای خانوادگی درصد قابل توجهی از بورس اوراق بهادار تهران را به خود اختصاص می دهند، در این تحقیق سعی شده است که ماهیت این واحدهای تجاری برای سرمایه گذاران آشکار شود تا آنها بتوانند در امر تصمیم گیری به منظور سرمایه گذاری های خود، تصمیمات معقول تری را اتخاذ نمایند. هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و مالکیت غیر خانوادگی بر عملکرد شرکتهای بورسی می باشد. که با توجه به موضوع تحقیق دو سوال اساسی این تحقیق بدین شکل مطرح می شود که ۱. آیا بین مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود دارد؟ ۲. آیا بین مالکیت غیر خانوادگی و عملکرد شرکت رابطه منفی وجود دارد؟ بعد از اعمال محدودیت هایی که در ادامه بیان می شوند، تعداد شرکتهای مورد بررسی شامل ۴۰ شرکت خانوادگی و ۹۳ شرکت غیر خانوادگی می باشد. و دوره مورد بررسی از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ می باشد. برای آزمون فرضیه های تحقیق از فن آماری رگرسیون چند متغیره استفاده شده است.

نتایج تحقیق انجام شده نشان داد که هر دو سوال اشاره شده در بالا با نتیجه عکس قابل پذیرش است به این معنا که بین مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکتهای رابطه منفی و همچنین بین مالکیت غیر خانوادگی و عملکرد شرکتهای رابطه مثبت وجود دارد.

واژه های کلیدی: مالکیت خانوادگی، مالکیت غیر خانوادگی، عملکرد، حاکمیت شرکتی

۱- مقدمه

با گسترش جوامع بشری و تجارت جهانی، واحدهای تجاری تک مالکی جای خود را به شرکتهای سهامی و انواع دیگر شرکتهای داده اند. به وجود آمدن شرکتهای سهامی باعث مطرح شدن موضوع جدایی مالکیت از کنترل شد؛ که در تئوری های نمایندگی و ذینفعان، به آن اشاره شده است. و امروزه حاکمیت شرکتی به عنوان یک راه حل اساسی بر این موضوع مطرح می شود و تحقیقات زیادی را به خود اختصاص داده است. با توجه به اینکه در شرکتهای سهامی بیشترین ریسک مربوط به سهامداران می باشد (که ساختار مالکیت واحد تجاری را تشکیل می دهند)، برای سرمایه گذاران، این موضوع که نوع ساختار مالکیت چه تاثیری می تواند بر عملکرد شرکت داشته باشد، موضوعی با اهمیت به شمار می رود.

در این تحقیق یک نوع خاصی از ساختار مالکیت که سهم قابل توجهی از شرکتهای بورسی را (در بورس اوراق بهادار تهران) به خود اختصاص می دهد، با عنوان مالکیت خانوادگی و اثر آن بر عملکرد، مورد بررسی قرار گرفته است. مالکان خانوادگی به لحاظ ویژگیهای منحصر به فرد خود نسبت به سایر انواع مالکیت، شامل تمایل به استفاده از اعضای خانواده در سمتهای مدیران ارشد اجرایی، یا دیدگاه بلند مدت در سرمایه گذاری و سایر موارد، می توانند روی مسائلی نظیر عملکرد، مدیریت سود، هزینه های نمایندگی و سایر فاکتورها تاثیرات متفاوتی بگذارند، که در این تحقیق عملکرد از بین این موضوعات، مورد بررسی قرار گرفته است.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

بعد از رسواییهای شرکتهای انرون و ورلداکام موضوع حاکمیت شرکتی بیش از پیش مطرح شد و تحقیقات زیادی را نیز به خود اختصاص داد. کنل^[۱۰] (۲۰۰۶) حاکمیت را به این صورت تعریف کرده است؛ حاکمیت یعنی نظارت، قانون گذاری و تنظیم کردن؛ به عبارت دیگر حاکمیت یعنی اعمال نفوذ به منظور حفظ وضعیت مناسب و تبعیت از استانداردهای رفتاری از پیش تعیین شده. حاکمیت شرکت را می توان به چگونگی تخصیص منابع شرکت به بخش های مختلف آن تعریف کرد^[۱۳] (McCready, ۲۰۰۶).

سازوکارهای حاکمیت شرکتی:

۱- ساختار مالکیت

۲- ساختار هیات مدیره

۳- طرح پرداخت پاداش به هیات مدیره

۴- کمیته حسابرسی

۵- عوامل کنترلی بیرونی بازار^[۱] (اسدی و همکاران، ۸۹)

باتوجه به سازوکارهای ارائه شده و موضوع تحقیق در ادامه از موارد بالا به توضیح مالکیت خانوادگی به عنوان یکی از زیر شاخه های ساختار مالکیت، پرداخته می شود.

مالکیت خانوادگی:

در آمریکا بیش از ۱/۳ شرکتهای S&P ۵۰۰ تحت کنترلهای خانوادگی می باشند^[۴] (Anderson&Reeb,2003). در آسیای شرقی شرکتهایی که دارای کنترلهای خانوادگی می باشند درصد بالایی از بازار سرمایه را تشکیل می دهند. در اروپای شرقی مدارکی ارائه شده است که ۴۴ درصد شرکتهای دارای کنترلهای خانوادگی می باشند^[۶] (Faccio,Lang,2002). عملکرد شرکتهای خانوادگی در ادبیات موضوعی مدیریت و مالی توجه زیادی را به خود جلب کرده است، تحقیقات اخیر اثر مالکیت و کنترل خانوادگی را بر روی عملکرد بررسی کرده اند و در اکثر این تحقیقات به منابع زیر اشاره می کنند. (Anderson & Reeb, 2003; McConaughy,Walker, Henderson, & Mishra, 1998; Miller, Le Breton-Miller, Lester, & Cannella, 2007; Villalonga & Amit,2006)

برخی از تحلیلها بیان می کنند که شرکتهای خانوادگی عملکرد بهتری از شرکتهای غیر خانوادگی دارند؛ برای مثال می توان به ویژگی هایی مثل افقهای بلندمدت یا نگرانی در ارتباط با شهرت اشاره کرد. برای مثال خانواده دو پونت بیش از ۲۰۰ سال به عنوان سهامدار عمده، ۱۵ درصد از سهام را در اختیار داشت. در حقیقت مالکان خانوادگی به بقای بیشتر تمرکز دارند و به این افقها بیشتر از سهامداران عمده توجه دارند^[۱۱] (Lee,2006). این

امر همچنین حرکت به سمت مدیرانی که آینده نگر نیستند را کاهش می دهد. و همچنین می تواند از تسهیلاتی نظیر ارتباط های بلند مدت با دیگر ذینفعان از جمله مشتری ها، تامین کنندگان سرمایه و سایر تامین کنندگان بهره مند شوند^[۴] (Anderson & Reeb, 2003).

اما گاهی اوقات هم ممکن است شرکتهای خانوادگی از شرکتهای غیر خانوادگی ضعیف تر عمل کنند. مثلا ممکن است بین سهامداران اقلیت و سهامداران خانوادگی تضاد منافع وجود داشته باشد. و این امر مشکلات نمایندگی را افزایش می دهد. خانواده ها به عنوان مالک ممکن است از سیستم های حاکمیتی به گونه ای استفاده کنند که منافع آنها بیشینه شود. و اگر هدف (تقاضای) آنها بازدهی بازار باشد ممکن است ترجیح دهند که کارایی را قربانی حقوق مالکانه خود کنند. در نهایت این امر منجر می شود که منافع سایر سهامداران آسیب ببیند^[۱۱] (Lee, 2006).

۱-۲- پیشینه تحقیقات داخلی:

طبق بررسی های به عمل آمده تاکنون تحقیقی با این عنوان در داخل کشور انجام نشده است. تنها تحقیقی که به بررسی مالکیت خانوادگی پرداخته است تحقیق انجام شده توسط نمازی و محمدی^[۲] (۱۳۸۹) با موضوع بررسی کیفیت سود و بازده شرکتهای خانوادگی و غیر خانوادگی بوده است. اما تحقیقات دیگری که در زمینه ساختار مالکیت انجام شده است، انواع دیگر ساختار مالکیت را مورد بررسی قرار داده اند، مانند مالکیت نهادی و.... در ادامه به پژوهش های انجام شده اشاره می شود.

نمازی و محمدی^[۲] (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و کیفیت سود در شرکتهای بورسی پرداختند، در این تحقیق سه سوال مطرح شد؛ ۱. آیا کیفیت سود در شرکتهای خانوادگی با شرکتهای غیر خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران متفاوت است؟ ۲. آیا بین درصد مالکیت با کیفیت سود رابطه ای وجود دارد؟ ۳. آیا میانگین بازده شرکتهای خانوادگی با شرکتهای غیر خانوادگی متفاوت است؟ جامعه آماری شامل ۳۹

شرکت خانوادگی و ۷۶ شرکت غیر خانوادگی می باشد. نتایج به این شرح بود؛ بین کیفیت سود مبتنی برنسبت وجه نقد عملیاتی به سود خالص و همچنین نسبت انحراف معیار سود عملیاتی به انحراف معیار وجه نقد عملیاتی در شرکتهای خانوادگی باشرکتهای غیر خانوادگی ارتباط معناداری وجود ندارد. بین کیفیت سود مبتنی برنسبت وجه نقد عملیاتی به سود خالص و همچنین نسبت انحراف معیار سود عملیاتی به انحراف معیار وجه نقد عملیاتی با مالکیت خانوادگی ارتباط معناداری وجود دارد. افزون برآن بین میانگین بازده شرکتهای خانوادگی با شرکتهای غیر خانوادگی ارتباط معناداری وجود ندارد^[۲] (نمازی، محمدی، ۱۳۸۹).

۲-۲- تحقیقات خارجی:

مک کوناگی و همکاران (۲۰۰۱) با استفاده از تئوری نمایندگی نشان دادند که در شرکتهای خانوادگی ارزش بازار سرمایه نسبت به ارزش دفتری بیش تر از شرکتهای غیر خانوادگی است. افزون برآن نسبتهای عملیاتی در شرکتهای خانوادگی نسبت به شرکتهای غیر خانوادگی مساعد تر است. همچنین شرکتهای خانوادگی نسبت به شرکتهای غیر خانوادگی دارای کارایی بالاتر، ریسک کمتر و ارزش بیشتری هستند^[۱۲] (مک کوناگی و همکاران، ۲۰۰۱).

اندرسون و ریب (۲۰۰۳) با استفاده از شرکتهای استاندارد و پورز (S&P, ۵۰۰) و برای سالهای ۱۹۹۲ الی ۱۹۹۹ دریافتند که شرکتهای خانوادگی در مقایسه باشرکتهای غیر خانوادگی عملکرد بهتری از خود نشان داده اند. افزون برآن به یک رابطه ی غیر خطی بین عملکرد شرکت و درصد مالکیت خانوادگی پی بردند. و نشان دادند که چنانچه اعضای خانواده به عنوان عضو هیئت مدیره انتخاب شوند، عملکرد شرکت بهتر از حالتی است که اعضای غیر خانواده عضو هیات مدیره باشند^[۴] (اندرسون و ریب، ۲۰۰۳).
اندرسون و همکاران (۲۰۰۳) به این نتیجه رسیدند که مالکیت خانوادگی باعث کاهش هزینه های نمایندگی می شوند^[۳] (اندرسون و همکاران، ۲۰۰۳).

۳- فرضیه های تحقیق

با توجه به مبانی نظری تحقیق دو فرضیه اساسی به شرح ذیل مطرح می شود.
فرضیه اول: بین مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه دوم: بین مالکیت غیر خانوادگی و عملکرد شرکت رابطه منفی وجود دارد.

۳-۱- متغیرهای پژوهش:

۳-۱-۱- متغیرهای مستقل و کنترل:

در این تحقیق مالکیت خانوادگی و مالکیت غیر خانوادگی متغیر مستقل می باشند، که در دو مدل جداگانه مورد بررسی قرار گرفته است. و متغیرهای کنترل شامل ۱. اندازه شرکت؛ از آنجا که بالا بودن ارزش داراییها باعث افزایش عملیات می شود لگاریتم طبیعی ارزش دفتری داراییها مبنایی برای اندازه شرکت است. ۲. اهرم؛ که از تقسیم بدهی بلند مدت به کل داراییها بدست می آید. ۳. ریسک؛ شاخص بازار (بتا) میباشد که برای دریافت داده از نرم افزار رهاورد نوین استفاده شده است. ۴. سن شرکت؛ عبارت است از تعداد سالهای فعالیت شرکت از زمان تاسیس تاکنون. ۵. دوگانگی وظیفه مدیر عامل؛ زمانی اتفاق می افتد که مدیرعامل همزمان رئیس هیات مدیره نیز باشد.

۳-۱-۲- متغیر وابسته:

عملکرد متغیر وابسته می باشد که برای ارزیابی آن از سه معیار زیر استفاده شده است.

۱. نسبت بازده داراییها (ROA): از طریق تقسیم سود خالص بر کل داراییها بدست می آید.

۲. نسبت بازده عملیاتی داراییها (OROA): از طریق تقسیم سود عملیاتی بر کل داراییها بدست می آید.

۳. بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): از تقسیم سود خالص به حقوق صاحبان سهام

بدست می آید

۲-۳-مدل مفهومی:

برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی ذیل استفاده می شود.

$$\text{Firm Performance} = \alpha + \beta_1(\text{ROE}) + \beta_2(\text{ROA}) + \beta_3(\text{Ln}(\text{Total Assets})) + \beta_4$$

Firm Performance: عملکرد شرکت متغیر وابسته می باشد که برای اندازه

گیری آن از ۳ معیار، شامل ROE, ROA, ROA استفاده شده است.

Family Firms: شرکتهای خانوادگی متغیر مستقل مدل می باشد، برای اندازه گیری

آن از متغیر مجازی صفر و یک استفاده می شود به این شکل؛ که در صورت خانوادگی بودن عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر قرار می گیرد.

Debt/total assets: متغیر اهرم مالی از تقسیم بدهی بلند مدت به ارزش دفتری

کل داراییها بدست می آید.

Firm age: سن شرکت از لگاریتم طبیعی زمان آغاز فعالیت شرکت تا سال مورد نظر

بدست می آید.

Ln(total assets): برای اندازه گیری اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش

دفتری کل داراییها استفاده شده است.

(Dual): دوگانگی وظیفه مدیر عامل می باشد که برای محاسبه آن از متغیر مجازی

صفر و یک استفاده شده است.

(Beta): ضریب بتا شدت تغییرات بازدهی سهم مورد نظر نسبت به بازار یا شاخص شامل آن سهم است.

بر اساس پیش بینی تحقیق، انتظار می رود که ضریب β_1 مثبت و معنادار باشد.

جهت آزمودن فرضیه ی شماره ی ۲ تحقیق از مدل رگرسیونی دوم استفاده می شود.

$$Firm\ Performance = \alpha + \beta_1$$

$$+ \beta_3(Ln(Total\ Assets)) + \beta_4$$

NonFamily Firms: شرکتهای غیر خانوادگی متغیر مستقل مدل می باشد که برای اندازه گیری آن از متغیر مجازی صفر و یک استفاده می شود به این شکل؛ که در صورت غیر خانوادگی بودن عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر قرار می گیرد.

سایر متغیرهای مدل، همانند مدل شماره ۱ می باشد در نتیجه از توضیح مجدد آن خودداری می شود.

معنادار بودن ضریب β_1 به معنای تأیید فرضیه ی دوم تحقیق می باشد.

۴-روش و ابزار جمع آوری داده ها

در این تحقیق برای مطالعه ادبیات موضوعی و بررسی پیشینه تحقیق از روش مطالعات کتابخانه ای (شامل کتب، مجلات، مقالات و پایان نامه های تحصیلی) استفاده شده و مقالات خارجی مورد استفاده در این تحقیق از طریق اینترنت دریافت شده است. در این تحقیق داده های لازم جهت آزمون فرضیه های تحقیق از داده های موجود در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت های مالی شرکت های منتخب و بانک اطلاعاتی ره آورد نوین جمع آوری شده و با استفاده از صفحات گسترده نرم افزار اکسل، اقدام به ایجاد انباره های اطلاعاتی مورد نیاز و انجام محاسبات مربوط کرده و در نهایت به کمک نرم

افزارهای تحلیل آماری (Minitab) و (Eviews)، تجزیه و تحلیل لازم روی داده ها به عمل آمده است.

۱-۴- نوع تحقیق

تحقیق حاضر تحقیقی شبه تجربی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است. این تحقیق مبتنی بر ارقام و اطلاعات و ارقام واقعی بازار سهام و صورت های مالی شرکت ها است بنابراین تحقیقی پس رویدادی تلقی می شود. این تحقیق از لحاظ طبقه بندی تحقیق بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی می باشد. تحقیق کاربردی، تحقیقی است که نظریه ها، قانونمندی ها، اصول و فنون را برای حل مسائل اجرایی و واقعی به کار می گیرد. این تحقیق از نظر بررسی رابطه متغیر ها نیز جزء تحقیقات همبستگی تلقی می شود.

۲-۴- جامعه و نمونه آماری

قبل از اینکه جامعه مورد بررسی معرفی شود می بایست تعریف استفاده شده در این تحقیق برای انتخاب شرکتهای خانوادگی ارائه شود

به طور کلی شرکتهای خانوادگی را می توان از جنبه های گوناگون تعریف کرد و در تحقیقات گوناگون تعریف های مختلفی به کاررفته است، اما آنچه که در اکثر تحقیقات به آن اشاره شده است یا می توان گفت که نسبت به آن اجماع وجود دارد، این است که شرکت خانوادگی در ساده ترین تعریف، شرکتی است که درصدی از سهامداران یا بخشی از ساختار مالکیت آنرا اعضای یک خانواده یا بستگان آنها تشکیل بدهند. اما عوامل دیگری نظیر عضویت اعضای خانواده یا بستگان آنها در هیات مدیره و یا در سمت های مدیران ارشد اجرایی و یا کنترل یا نفوذ قابل ملاحظه خانواده در شرکت از عواملی هستند که در تعریف مالکیت خانوادگی به کاررفته است. در ادامه به نحوه استفاده از این تعریف ها در تحقیقات مختلف اشاره می شود:

از منظر این تحقیق زمانی سهامداران می توانند روی عملکرد شرکت تاثیر گذار باشند که حداقل دارای نفوذ موثر باشند. و تعریف نفوذ موثر در بندهای ۶ و ۷ استاندارد حسابداری شماره ۲۰ موجود است.

تعریف مورد استفاده برای شناسایی شرکتهای خانوادگی در این پژوهش به شرح ذیل است:

۱. خانواده هایی که ساختار مالکیت شرکت را تشکیل می دهند در مجموع دارای حداقل بیست درصد از سهام شرکت باشند. تا بتوانند طبق استاندارد شماره بیست حسابداری دارای نفوذ موثر باشند.

۲. اگر درصد مالکیت خانواده ها کمتر از بیست درصد باشند، حداقل یکی از اعضای نسبی یا سببی این خانواده ها دارای عضویت در هیات مدیره باشند.

۳. چاکرابتی^[۵](۲۰۰۹)، کنترل شرکت توسط یک شخص حقیقی را نیز مبنایی برای تعریف مالکیت خانوادگی می داند (البته او اعمال کنترل را داشتن بیست درصد سهام می داند). و با توجه به اینکه حق کنترل طبق استاندارد حسابداری ایران با مالکیت بیش از ۵۰ درصد سهام حاصل می شود، در این پژوهش نیز شرکتهایی که مالکیت بیش از ۵۰ درصد آنها در اختیار یک شخص حقیقی باشد جزو مالکیتهای خانوادگی به شمار می روند.

۴. با توجه به اینکه محرض شدن شرط یک و دو نافی قرار گرفتن در سایر انواع ساختار مالکیت نمی باشد، شرط کافی برای مالکیت خانوادگی قرار نگرفتن واحد تجاری در انواع دیگر ساختارهای مالکیت می باشد (برای مثال شرکتی با ۲۰ درصد سهامدار خانوادگی و ۶۰ درصد مالکیت دولتی، به لحاظ ماهیت، در خانوادگی بودن آن ابهام به وجود می آید).

و شرکت غیر خانوادگی شرکتی است که هیچ یک از چهار شرط اشاره شده در بالا را نداشته باشد.

جامعه آماری این تحقیق، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ۶ ساله طی سال های ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۹ است.

در این پژوهش برای انتخاب روش نمونه گیری مطابق اکثر پژوهش هایی که در ایران انجام شده از نمونه برداری غیراحتمالی هدف دار استفاده شده است. در طرح نمونه گیری غیراحتمالی، اعضایی از جامعه آماری انتخاب می شوند که با معیار یا معیارهای خاصی که پژوهشگر در نظر دارد وفق داشته باشد. در این تحقیق، نمونه با کل جامعه آماری شروع می شود و پس از در نظر گرفتن شرایط زیر نمونه انتخاب می شود:

۱) با توجه به دوره زمانی مورد نظر در تحقیق (۱۳۸۴-۱۳۸۹)، نام شرکت از ابتدای

سال ۱۳۸۴ در فهرست شرکت های پذیرفته شده در بورس درج شده و تا پایان سال ۱۳۸۹، نام آن از فهرست مزبور حذف نشده باشد.

۲) در راستای افزایش قابلیت مقایسه و یکسان سازی شرایط شرکت های منتخب

شامل شرایط اقتصادی و قانونی حاکم بر شرکت ها، سال مالی آنها، منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.

۳) به منظور تشابه نوع اقلام و طبقه بندی آنها در صورت های مالی، شرکت

برگزیده متعلق به صنایع "بانک ها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی"،

"سایر واسطه گری های مالی"، "سرمایه گذاری های مالی" و "شرکت های

چندرشته ای صنعتی نباشد.

در نهایت، پس از حذف شرکت هایی که شرایط گفته شده در بالا را نداشتند، تعداد نمونه

تحقیق به ۴۰ شرکت خانوادگی و ۹۳ شرکت غیر خانوادگی رسید.

۵- روش تجزیه و تحلیل داده ها

در این تحقیق با توجه به نوع داده‌ها و روشهای تجزیه و تحلیل آماری موجود از روش " داده های پانل " استفاده شد؛ زیرا به منظور بررسی رابطه مالکیت خانوادگی و عملکرد، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار میگیرد؛ از یک سو، این متغیرها در میان شرکتهای مختلف و از سوی دیگر در دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ آزمون میشود. در بررسی الگوهای مطرح شده در این تحقیق، ابتدا جهت انتخاب الگو تجمیعی از الگوی داده های پانل از آزمون چاو استفاده شد. به منظور تشخیص الگوی اثر تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شد. و باتوجه به نتایج این دو آزمون مدل مناسب جهت انتخاب برگزیده شده است.

۱-۵- یافته های تحقیق

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی در جدول ۱ ارائه شده است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای مورد بررسی به این نتیجه می رسیم که متغیر سن شرکت دارای بیشترین پراکندگی می باشد. با توجه به اینکه یکی از مفروضات اساسی رگرسیون، نرمال بودن متغیر وابسته می باشد، از ۷۹۸ سال شرکت ۲۸ سال شرکت (شامل داده های پرت) با استفاده از نرم افزار مینی تب در چندین مرحله حذف شد، و بعد از هربار حذف کردن با استفاده از تبدیل جانسن دادههای نرمال شده بدست آمده است یکی از مهمترین آزمون هایی که برای بررسی نرمال بودن متغیرهای مورد بررسی به کار می رود، آزمون جارکو-برا^۱ است. در توزیع نرمال، مقدار میانگین متغیرهای تصادفی برابر صفر و واریانس آنها برابر یک

است. با توجه به سطح معنی داری آماره جارکو-برا در جدول ۱، فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع در کلیه متغیرهای وابسته رد نشده و توزیع متغیرهای مورد بررسی نرمال است.

جدول ۱ آمار توصیفی و آماره جارکو برا

DUAL	RISK	AGE	SIZE	LEV	FAMILY	ROE	OROA	ROA	
۰.۹۸	۰.۲۷	۳۱.۹۸	۱۳.۰۷	۰.۰۷	۰.۳۱	۰.۰۲	۰.۰۳-	۰.۰۱	میانگین
۱.۰۰	۰.۲۲	۳۶.۰۰	۱۲.۹۹	۰.۰۴	-	۰.۰۲	۰.۰۸-	۰.۰۷	میانه
۱.۰۰	۱۹.۲۸	۵۸.۰۰	۱۹.۶۲	۰.۵۷	۱.۰۰	۳.۴۱	۳.۱۰	۳.۱۹	ماکزیمم
-	۵۶.۳۹-	۱.۰۰	۱۰.۶۶	-	-	۲.۱۴-	۲.۳۱-	۲.۲۸-	می نینم
۰.۱۴	۳.۳۱	۱۳.۸۰	۱.۲۸	۰.۰۹	۰.۴۶	۰.۹۹	۰.۹۷	۱.۰۳	انحراف معیار
۶.۷۲-	۷.۶۵-	۰.۵۲-	۱.۱۵	۲.۶۰	۰.۸۳	۰.۰۶	۰.۰۶	۰.۰۵	چولگی
۴۶.۱۵	۱۳۲.۵۰	۲.۲۵	۵.۵۹	۱۰.۷۸	۱.۶۹	۲.۹۹	۲.۹۴	۲.۸۲	کشیدگی
۶۵,۵۲۰.	۵۴۵,۶۳۲	۵۳.۰	۳۸۵.۰	۲,۸۱۱.	۱۴۳.۸	۲.۶	۰.۵	۱.۳	آماره جارکو- برا
-	-	-	-	-	-	۰.۲۷	۰.۷۷	۰.۵۱	سطح معنی داری

جدول ۲ همبستگی بین متغیرها

DUAL	RISK	AGE	SIZE	LEV	ROE	OROA	ROA	NONFAMILY	FAMILY	
									۱	FAMILY
									-۱	NONFAMILY
							۱	۰.۱۷	-۰.۱۷	ROA
						۱	۰.۸	۰.۱۳	-۰.۱۳	OROA
					۱	۰.۶۳	۰.۷۸	۰.۲	-۰.۲	ROE
				۱	۰.۰۰۳	-۰.۰۹۵	-۰.۰۷	۰.۰۹	-۰.۰۹	LEV
			۱	۰.۱۱۹	۰.۰۷۶	-۰.۰۵۳	-۰.۰۱	۰.۳۵	-۰.۳۵	SIZE
		۱	۰.۰۸۳	-۰.۱۴	-۰.۱	-۰.۱۰۶	-۰.۱۴	۰.۱۱	۰.۱۱	AGE
	۱	۰.۰۱۳	۰.۰۱۷	-۰.۰۱	۰.۰۲۱	-۰.۰۷۷	۰.۰۷۸	۰.۰۵۹	-۰.۰۵۹	RISK
۱	-۰	-۰.۱۵	-۰.۰۲	۰.۰۰۹	-۰.۰۱	۰.۰۶۲	۰.۰۹۸	۰.۱۷	-۰.۱۷	DUAL

۲-۵-آزمون فرضیه

فرضیه اول: بین مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

برای انتخاب نوع مدل ابتدا باید ببینیم استفاده از مدل Pooled بهتر است یا مدل اثرات ثابت، که این امر با آزمون چاو (یا آزمون F مقید) صورت می گیرد.

جدول ۳ نتایج آزمون چاو									
Redundant Fixed Effects Tests									
Test period fixed effects									
ROE			OROA			ROA			
Pro b.	d.f.	Statistic	Pro b.	d.f.	Statistic	Pro b.	d.f.	Statistic	Effects Test
۰.۰۰۸	-	۳,۱۸۱۴	۰.۴۲	۵,۷۵۸	۰.۹۸۸	۰.۷۳۳	۵,۷۵۸	۰.۵۵۶	Period F
	۵,۷۵۸		۴					۵	
۰.۰۰۷	۵	۱۵,۹۹۱۸	۰.۴۱	۵	۵.۰۰۶	۰.۷۲۸	۵	۲.۸۲۱	Period Chi-square

نتایج آزمون چاو برای مدل یک با توجه به سطح معناداری، مبنی بر برابری تمام عرض از مبداها را نمی توان رد کرد، و نتایج رگرسیون برای متغیر وابسته ROA به شرح جدول ۳ می باشد. آزمون چاو برای متغیر OROA به شرح جدول فوق انجام شد، با توجه به سطح معناداری جدول ۳ فرض H_۰ مبنی بر برابری تمام عرض از مبداها را نمی توان رد کرد. در رابطه با متغیر ROE همانطور که مشاهده می شود، فرضیه صفر مبنی بر برابری عرض از مبداها رد می شود. بنابراین، در این مرحله مدل اثرات ثابت به عنوان مدل ارجح انتخاب می گردد. حال می بایست مدل اثرات ثابت در برابر مدل اثرات تصادفی آزمون گردد. برای این کار از آزمون هاسمن استفاده می شود.

با توجه به نتیجه آزمون فرضیه صفر مبنی بر مدل اثرات تصادفی رد می شود و مدل اثرات ثابت مبنای انجام رگرسیون است.

جدول ۴: نتایج برآورد مدل اول

ROE			OROA			ROA			Variable
Prob.	t-Statistic	Coefficient	Prob.	t-Statistic	Coefficient	Prob.	t-Statistic	Coefficient	
۰.۸۹	۰.۱۸	۰.۱۵	۰.۰۰	۳.۸۰	۴.۲۶	۰.۰۰	۳.۰۸	۳.۳۵	C
-	۵.۵۶-	۰.۳۱-	۰.۰۱	۲.۵۰-	۰.۶۲-	۰.۰۲	۲.۲۵-	۰.۵۳-	FAMILY
۰.۹۲	۰.۱۰-	۰.۰۶-	۰.۰۴	۲.۱۰-	۱.۰۵-	۰.۱۰	۱.۶۳-	۰.۸۷-	LEV
۰.۹۴	۰.۰۸-	۰.۰۰-	-	۴.۲۱-	۰.۳۳-	۰.۰۰	۳.۲۲-	۰.۲۵-	SIZE
۰.۸۷	۰.۱۶	۰.۰۰	۰.۵۷	۰.۵۷	۰.۰۰	۰.۸۲	۰.۲۳	۰.۰۰	AGE
۰.۶۸	۰.۴۱	۰.۰۱	۰.۶۰	۰.۵۳-	۰.۰۰	۰.۹۵	۰.۰۷	۰.۰۰	RISK
۰.۱۴	۱.۴۷-	۰.۲۳-	۰.۵۶	۰.۵۹	۰.۱۶	۰.۷۶	-۰.۳۶	۰.۰۹-	DUAL
-	۱۳.۸۰	۰.۵۳	-	۲۵.۳۴	۰.۷۵	-	۲۴.۳۴	۰.۷۲	AR(1)
۲.۱۲	Durbin watson	۰.۳۳	۲.۱۲	Durbin watson	۰.۵۳	۲.۲۱	Durbin watson	۰.۵۱	R-squared
-	prob(F)	۰.۳۳	-	prob(F)	۰.۵۳	-	prob(F)	۰.۵۱	Adjusted R-squared

برای معنی دار بودن رگرسیون از تحلیل واریانس (آزمون F) استفاده می کنیم. مطابق با داده های جدول ۴ نظر به اینکه سطح معنی داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین می توان گفت شاخص نیکویی برازش مدل، یعنی آماره F معنی دار است و در نتیجه رگرسیون معنی دار است.

طبق جدول ۴ ضریب β مالکیت خانوادگی منفی ۵۳ درصد می باشد، که در سطح خطای ۵ درصد رابطه معنی دار منفی دارد. که این رابطه عکس رابطه ادعا شده در فرضیه شماره یک می باشد. در رابطه با متغیرهای کنترلی طبق PROB بدست آمده متغیر وابسته فقط با متغیر SIZE رابطه معنادار منفی دارد.

طبق جدول ۴ در رابطه با OROA ضریب β مالکیت خانوادگی منفی ۶۲ درصد می باشد، که در سطح خطای ۵ درصد رابطه معنی دار منفی دارد. که این رابطه عکس رابطه ادعا شده در فرضیه شماره یک می باشد. در رابطه با متغیرهای کنترلی طبق PROB بدست آمده، متغیر وابسته با متغیرهای اهرم مالی (lev) و اندازه شرکت (SIZE) رابطه معنادار منفی دارد.

طبق جدول ۴ بین بازده حقوق صاحبان سهام و مالکیت خانوادگی رابطه منفی معنادار وجود دارد. و ROE با سایر متغیرهای کنترلی در سطح معناداری ۵ درصد فاقد ارتباط معنادار می باشد.

در رابطه با فرضیه دوم با توجه به اینکه نحوه چیدمان متغیر مستقل دقیقاً (با توجه به اینکه متغیر مستقل در دو مدل به لحاظ ماهیت صفر و یک بوده است و این متغیر در دو مدل عکس هم می باشند) عکس فرضیه قبلی می باشد، بدیهی است که این نتیجه معکوس حالت اول است. به این معنا که بین مالکیت غیر خانوادگی و عملکرد شرکتها رابطه معنادار مثبت وجود دارد. و تمامی ضرایب به صورت قرینه تکرار می شوند.

۶- نتیجه گیری و پیشنهادهای تحقیق

در این پژوهش به بررسی رابطه مالکیت خانوادگی و مالکیت غیر خانوادگی و نحوه اثر گذاری آنها بر روی عملکرد شرکتها پرداخته شد. با توجه به ادبیات موضوعی تحقیق انتظار می رفت که بین مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکت رابطه مثبت معنادار و بین مالکیت

غیر خانوادگی با عملکرد رابطه منفی معنادار وجود داشته باشد. اما طبق آزمونهای انجام شده، دو فرضیه فوق در جهت مخالف پذیرفته شد؛ به این معنا که بین مالکیت خانوادگی و عملکرد رابطه منفی معنادار و بین مالکیت غیر خانوادگی با عملکرد رابطه مثبت معنادار وجود دارد. که نتایج این تحقیق با تحقیق کاوازیکی^[۹] (۲۰۱۰) هم جهت می باشد و با تحقیق اندرسون و ریب^[۴] (۲۰۰۳) غیر هم جهت می باشد. علت عمده وجود تفاوت در نتایج تحقیقات با این موضوع به سبب شرایط اقتصادی متفاوت و انگیزه های گوناگون افراد از شرکتهای خانوادگی می باشد.

با توجه به ادبیات موضوعی یکی از عللی که باعث می شود عملکرد شرکتهای خانوادگی بهبود یابد عمر طولانی آنها می باشد اما با توجه به اینکه سن شرکتهای مورد بررسی کمتر از ۵۰ سال می باشد تحلیل جیمز در مورد آن صدق نمی کند و می تواند توجیه کننده این نتیجه باشد. "برخی از تحلیلها بیان می کنند که شرکتهای خانوادگی عملکرد بهتری از شرکتهای غیر خانوادگی دارند؛ برای مثال می توان به ویژگی هایی مثل افقهای بلندمدت یا نگرانی در ارتباط با شهرت اشاره کرد. برای مثال خانواده دو پونت بیش از ۲۰۰ سال به عنوان سهامدار عمده، ۱۵ درصد از سهام را در اختیار داشت. در حقیقت مالکان خانوادگی به بقای بیشتر تمرکز دارند و به این افقا بیشتر از سهامداران عمده توجه دارند^[۱۱] (Lee, 2006) این امر می تواند شرکتهای خانوادگی را به سرمایه گذاری و استفاده از معیارهایی در جهت پیشینه کردن ارزش تشویق کند^[۸] (James, 1999)."

عدم استفاده از مدیران حرفه ای و اثر سوء آنها روی کارایی شرکت را می توان با توجه به گزارشات حسابرسی و عمدتا تحت عنوان بندهای بازرسی در مورد شرکتهای خانوادگی مشاهده کرد. و حضور اعضای خانواده اغلب به عنوان مدیران ارشد اجرایی و یا سایر مدیران سطح بالا زمانی که مدیران ارشد عضو خانواده باشند از طرفی کارایی را به دلیل غیر حرفه ای بودن آنها کاهش می دهد، ونگک در آزمایش خود به این نتیجه رسید؛ زمانی

که یک کسب و کار با ارزش و سودآور تحت کنترل موسسین شرکت باشد، شرکت از بابت این نوع کنترل به شدت آسیب می بیند. تحقیقی که روی شرکتهای سهامی خاص انجام شد نشان داد که موسسین عادت دارند با اعمال یک سری از تعصبات اعضای خانواده را وارد کسب و کار خود کنند و نتیجه آن یک سرمایه گذاری با مطلوبیت کمتر و سودآوری پایین تر می باشد^[۱۴] (Singell, 1997). گومز^[۷] (۲۰۰۱) این بحث را تعمیم داد و بیان کرد که مدیران ارشد اجرایی زمانی که عضو خانواده باشند، ذاتا در قبال سهامداران نسبت به مدیران غیر خانوادگی پاسخگویی کمتری دارند. در نتیجه روابط خانوادگی منجر به ضعف حاکمیت شرکتی و همچنین عدم استفاده از مدیران متخصص در این نوع از ساختار مالکیت شده است.

با توجه به اینکه درصد قابل ملاحظه ای از بورس اوراق بهادار تهران را شرکتهای خانوادگی تشکیل می دهند و این نوع از ساختار مالکیت تا کنون سهم اندکی از تحقیقات را به خود اختصاص داده است، پیشنهاد می شود این نوع از ساختار مالکیت از زوایای مختلف نظیر بررسی مدیریت سود، محافظه کاری و همچنین تاثیر نوع صنعت بر روی آن مورد بررسی قرار گیرد.

۱. اسدی، غلامحسین، محمدی، شاپور، خرو، اسماعیل، (۱۳۸۹)، "رابطه بین ساختار

مالکیت و ساختار سرمایه"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید

بهشتی، تابستان ۸۹، به شماره ۹۷۱-ع ۱.

۲. نوروش، ایرج، کرمی، غلامرضا و وافی ثانی، جلال، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه ساز

و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی شرکتهای پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره اول، صفحه

3. Anderson, Ronald Mansi, C., Sattar A. and Reeb David, M., (2003), "Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt", **Journal of Financial Economics**, 68: 263-285.
4. Anderson, Ronald C. and Reeb David, M., (2003), "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from S&P 500", **The Journal of Finance**, LVIII (3): 1301-1328.
5. Chakrabarty, Subarta, (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: 1-31.
6. Faccio, M., & Lang, L., (2002), "The ultimate ownership of Western European corporations", **Journal of Financial Economics**, 65, 365-395.
7. Gomez-Mejia, Luis, Manuel Nunez-Nickel, and Isabel Gutierrez, (2001), "The role of family ties in agency contracts", **Academy of Management Journal**, 44, 81-95.
8. James, H., (1999), "What can the family contribute to business? Examining contractual relationship", **Family Business Review**, 12, 61-71.
9. Kowalewski, O., Talavera, O. & Stetsyuk, I., (2010), "Influence of family involvement in management and

- ownership on firm performance: Evidence from Poland", **Family Business Review**, 23, 45-59.
10. Knell, Allen, (2006), "Corporate Governance - How to Add Value to Your Company: A Practical Implementation Guide", **Elsevier. La Porta, R., F. Lopez-**
 11. Lee, M., (2006), "Family firm performance: Further evidence", **Family Business Review**, 19, 103-114.
 12. McConaughy, Daniel L. Matthews, Charles H. and Anne S. Fialko, (2001), "Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value", **Journal of Small Business Management**, 39 (1): 31-49.
 13. McCready, A1 Douglas, (2006), "The Organizational Dynamics of Corporate Governance Structures: An Investigation of Heterogeneity in Boards' Participation in Corporate Governance", PhD Thesis, George Washington University
 14. Singell, Larry, (1997), "Nepotism, discrimination, and the persistence of utility-maximizing, owner-operated firms", **Southern Economics Journal**, 63, 904-920.

Title: The Relationship Between Family & Nonfamily Ownership with Performance in Tehran Stock & Exchange

ABSTRACT

This study is concentrated on the nature of family Companies to enable the investors to make more reasonable decision for their investment plan ,since such company's forms a reasonable percentage of listed companies in Tehran Stock Exchange. The main goal of this paper is to study the relationship between the family & non-family ownership in Tehran Stock Exchange. Based on which, two questions have been studied: 1. Is there any reason and positive relationship between the "family and non family companies" and performance of the company? 2. Is there any reason and negative relationship between the non-family and the company's performance? This study includes 40 "family companies" and 93 "nonfamily companies". The time period of study is from year 2006 to 2011. For hypothesis testing we used the Multi-criteria Regression Analysis Method with related tests.

The result of study is that none of those two is acceptable, which means that there is no relationship between "family and non family companies" and company performance is positive. On the other hand the relationship between nonfamily ownership and entity performance is not negative.

Key Words: Family ownership, Nonfamily ownership, Performance, Corporate Governance