

## عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر قیمت سهام در دوران بحران مالی

محمد احمدی<sup>۱</sup>، فریدون شیرزادی<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ایلام، ایلام

<sup>۲</sup> گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ایلام، ایلام

mohammad.ahmadi1919@gmail.com

### چکیده

در شرکت‌های خانوادگی عموماً بخش زیادی از سهام در اختیار یک یا چند سهامدار عمده حقیقی از اعضای یک خانواده است و اعضای خانواده در پست‌های مدیریتی و عملیاتی مشغول کار هستند. اگر میزان سهام مدیران از حدی بیشتر باشد، می‌تواند این انگیزه را در آنها ایجاد کند تا وضعیت مالی و عملکرد مطلوب‌تری را ارائه دهند. لذا هدف این پژوهش بررسی تأثیر عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر قیمت سهام در دوران بحران مالی است. جهت اجرای پژوهش ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بر اساس نمونه‌گیری حذفی برای دوره مالی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ بعنوان نمونه انتخابی استفاده گردید. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و ارتباط بین متغیرها همبستگی می‌باشد. نحوه اجرای پژوهش توصیفی و منطق اجرای پژوهش استقرایی و از داده‌های کمی گذشته‌نگر استفاده گردیده است. جهت بررسی مفروضات پژوهش از آزمون‌های نرمال بودن، دوربین واتسون، لیمر و هاسمن، آزمون همبستگی پیرسون و رگرسیون پانل دیتا در نرم افزار Eviews7 استفاده گردید. فرضیه اول پژوهش به بررسی تأثیر شرکت خانوادگی بر قیمت سهام در دوران بحران مالی پرداخته و فرضیه دوم به بررسی تأثیر مدیریت خانودگی بر قیمت سهام در دوران بحران مالی پرداخته است. یافته‌های پژوهش نشان داد که شرکت خانودگی و مدیریت خانودگی بر قیمت سهام در دوران بحران مالی تأثیر معناداری دارد.

**واژگان کلیدی:** شرکت خانوادگی، مدیریت خانودگی، بحران مالی و قیمت سهام

## مقدمه

شرکت‌هایی که یک یا چند نفر از اعضای یک یا دو خانواده، مالک حداقل بیست درصد از سهام شرکت باشند یا حداقل پنجاه درصد از اعضای هیئت مدیره، از اعضای یک خانواده باشند یا نفوذ قابل ملاحظه و یا کنترل بر شرکت توسط اعضای خانواده ثابت شود، حتی اگر مالکیت اعضای خانواده کمتر از ۲۰ درصد باشد را شرکت خانوادگی گویند (خواجوی و اسحاقی، ۱۳۹۳). مطالعات نشان داده است شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های دیگر، مسائل نمایندگی کمتری دارند، به این معنا که تضاد منافع میان مالک و مدیر در این شرکت‌ها کمتر است؛ زیرا توانایی مالکان برای نظارت مستقیم بر فعالیت‌های مدیر بیشتر است (دمستز و لن<sup>۱</sup>، ۱۹۸۵؛ علی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷). ویژگی‌هایی برای شرکت‌های خانوادگی وجود دارد که احتمال سوءاستفاده مدیریت را کاهش می‌دهد. اگر نظارت، به دانش کافی از فعالیت‌های شرکت نیاز داشته باشد، اعضای خانواده در شرکت‌های خانوادگی دارای بیشترین میزان دانش هستند (اندرسون و ریب<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳). علاوه بر این، شرکت‌های خانوادگی به حفظ ساختار مالکیت متمرکز گرایش دارند و به احتمال زیادی دارای انگیزه بیشتری برای نظارت مستقیم بر مدیریت هستند (دمستز و لن، ۱۹۸۵)؛ و تمایل برای تغییر قیمت، افزایش می‌یابد (ژو و همکاران، ۲۰۱۷). قیمت یک قلم دارایی، اعم از اینکه واقعی یا مالی باشد، بستگی به این دارد که تا چه حد بتواند خواسته‌ها و نیازهای اشخاص را ارضا نماید، ارزش یا مطلوبیت دارایی‌های یک شرکت درگرو توانایی آن در ایجاد جریان نقدی در یک دوره معین زمانی است (فرحی و مهدوی راد، ۱۳۹۵). ارزش هر دارایی به عوامل گوناگونی بستگی دارد که در زمان‌های مختلف ممکن است تغییر کنند یکی از عوامل مؤثر بر قیمت سهام، بحران مالی است (ژو و همکاران، ۲۰۱۷). پدیده بحران مالی در جهان پدیده‌ای نو نیست. ساختار یک اقتصاد یا مجموعه‌ای از اقتصادها ممکن است با بحران مالی مواجه شوند. در واقع تغییر شکل، ابعاد، علل و ریشه‌های بحران مالی است که وضعیت متحولی از این بحران به وجود می‌آورد (تقوی و همکاران، ۱۳۸۹). امروزه با توجه به نتایج حاصل از بحران اقتصادی و در نظر گرفتن نقش و جایگاه حساب‌رسان در گزارشگری نسبت به وجود چنین بحرانی فشار قابل توجهی را از طرف ذینفعان متعدد به گزارشات و اطلاعات مالی حسابرسی و تأییدشده توسط مؤسسات حسابرسی بر روی مؤسسات عالی حسابرسی در حوزه اتحادیه اروپا به وجود آورده است. کاهش در سطح دسترسی به منابع و محدودیت حاکم بر آن‌ها، افزایش و حجم رو به رشد انتظارات ذینفعان در سازمان‌ها و دولت‌ها، شامل (شهروندان، نهادهای مدنی، گروه‌های سرمایه‌گذاران، دولت و غیره) در نتیجه بحران مالی و اقتصادی و شوک‌های غیرقابل پیش‌بینی دیگر و ... عملاً نتیجه عدم تعادل در اقتصاد و جامعه را در برداشته است که بخشی از این عدم تعادل در ارتباط با مدیریت مؤثر بر نحوه خرج کردن هزینه‌های پولی مردم است (پور زمانی و پویان راد، ۱۳۹۱). بحران مالی بر عملکرد شرکت‌های خانوادگی تأثیرگذار است (ژو و همکاران، ۲۰۱۷). ابی هارا، کوباتا، تاکاهارا و یوکوتا (۲۰۱۴)<sup>۴</sup>، با بررسی شرکت‌های ژاپنی نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی و میانگین موزون هزینه سرمایه در شرکت‌های خانوادگی بیشتر از شرکت‌های غیر خانوادگی می‌باشد. چن و همکاران (۲۰۱۳)<sup>۵</sup> در پژوهشی با عنوان «محافظه‌کاری و مالکیت خانوادگی» به این نتیجه رسیدند که محافظه‌کاری در شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی بیشتر است. بنعلی و لسیچ (۲۰۱۲)<sup>۶</sup>، به بررسی رابطه بین نوع سهامداران کنترل‌کننده و حق‌الزحمه حسابرسی پرداختند. آنان سهامداران کنترل‌کننده را به سه دسته سهامداران نهادی، سهامداران خانوادگی و سهامداران دولتی تقسیم کردند. نتیجه پژوهش آن‌ها نشان داد که رابطه معناداری بین مالکیت خانوادگی و حق‌الزحمه حسابرسی وجود ندارد، اما بین مالکیت دولتی و نهادی و حق‌الزحمه حسابرسی، رابطه معنادار و مثبتی دیده می‌شود. جمال زوبایری (۲۰۰۹)<sup>۶</sup> اثر عوامل کلیدی مالی و اقتصادی بر سودآوری ۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کراچی پاکستان (صنعت سیمان) بررسی کرده است. نتایج این پژوهش به این صورت است که رشد تولید ناخالص داخلی اثر مثبت معناداری با سودآوری دارد، متوسط قیمت بازار سهام یک رابطه مثبت ضعیفی با سودآوری دارد. جیرا پورن و دادالت

1 . Demsetz, H. & Lehn

2 . Ali et al

3 . Anderson, R. C. & Reeb

4 . Ebihara T, Kubota K, Takehara H, Yokota

5 . Chen et al

6 . Jamal Zubairi

(۲۰۰۷)<sup>۷</sup>، به بررسی کنترل خانوادگی و مدیریت سود پرداختند، آن‌ها نشان دادند که کنترل خانوادگی، تضاد میان مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر در کشورهایی که مالکیت خانوادگی بیشتر است به خاطر پایین بودن سطح حمایت از سرمایه‌گذار و انگیزه سهامداران اکثریت در جهت محروم کردن سهامداران اقلیت از منافع شان، مدیریت عایدات بالاتر می‌باشد. این مسئله همان مشکل نوع دوم نمایندگی (تضاد کنترلی بین سهامداران عمده و اقلیت) است. بنابراین تأثیر کلی کنترل خانوادگی بر مدیریت عایدات بسته به نوع اول بودن و یا نوع دوم بودن مشکل نمایندگی بروز می‌نماید. جلالی و کامرانی (۱۳۹۶)، رابطه بین درصد مالکیت خانوادگی شرکت‌ها با اجتناب مالیاتی آن‌ها مورد بررسی قرار دادند. نمونه آماری تحقیق شامل ۹۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی مهر و موم‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ می‌باشد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد درصد مالکیت خانوادگی شرکت‌ها رابطه معناداری با اجتناب مالیاتی آن‌ها ندارد. متین فرد و همکاران (۱۳۹۵)، به بررسی تأثیر سیاست سرمایه‌گذاران نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام بر ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق در ارتباط با تأیید فرضیه اول پژوهش نشان از - آن داشت که بین نسبت سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد و در نهایت با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه دوم پژوهش به این نتیجه رسیدیم که بین هم‌زمانی قیمت سهام و ریسک کاهش قیمت سهام شرکت‌ها، رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. فرح و مهدوی راد (۱۳۹۵)، به بررسی ارتباط بین نوسانات نرخ ارز با قیمت سهام در صنایع پتروشیمی ایران پرداختند. نتایج حاصله حاکی از آن است که نوسان نرخ ارز ارتباط مرتبط با قیمت سهام صنایع پتروشیمی دارد. همچنین بر اساس نتایج بدست آمده از تحقیق، متغیر قیمت نفت اثر منفی بر میزان قیمت سهام پتروشیمی دارد. بر طبق نتایج ارائه شده، متغیر نرخ تورم نیز تأثیری مثبت بر قیمت بازار سهام صنایع پتروشیمی دارد و متغیر نرخ بهره نیز تأثیری منفی و معنا دار بر قیمت سهام پتروشیمی دارد. محمد نوربخش لنگرودی و همکاران (۱۳۹۵)، اقدام به بررسی حاکمیت شرکتی و بحران مالی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها بر اساس ماده ۱۴۱ قانون تجارت نشان می‌دهد که از چهار مکانیزم حاکمیت شرکتی (استقلال هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، مالکیت نهادی و نوع گزارش حسابرسی) مورد بررسی در این پژوهش، بین سه مکانیزم استقلال هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیر عامل و مالکیت نهادی با بحران مالی رابطه معناداری وجود دارد و بین نوع گزارش حسابرسی با بحران مالی رابطه معناداری وجود ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که بین هیچ یک از چهار مکانیزم حاکمیت شرکتی مورد بررسی در پژوهشی، با بحران مالی رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج نشان داد که ماده ۱۴۱ قانون تجارت، ارتباط بین حاکمیت شرکتی و بحران مالی را بهتر از مدل زیمسکی نشان می‌دهد. ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۵)، به بررسی اثر بحران مالی بر پایداری سود به عنوان یکی از ویژگیهای کیفی اطلاعات حسابداری پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که در شرایط بحران مالی میزان پایداری سود شرکت‌ها تغییر می‌نماید و بحران مالی اثر منفی بر پایداری سود دارد، به عبارت دیگر با افزایش بحران مالی میزان پایداری سود کاهش می‌یابد. موریان زاد و شمس‌الدینی (۱۳۹۵)، به بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی و غیر خانوادگی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بین متغیرهای اهرم مالی، رشد شرکت با مدیریت سود رابطه معناداری وجود دارد، ولی بین متغیر اندازه شرکت با مدیریت سود رابطه معناداری یافت نشد. قاسمی (۱۳۹۵)، به بررسی رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی، مالکیت خانوادگی با مدیریت سود پرداخت که از بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی استقلال هیئت مدیره، استقلال کمیته حسابرسی و حضور حسابرسی داخلی برای بررسی حاکمیت شرکتی انتخاب شدند. نتایج تحقیق بیانگر آن است که مالکیت خانوادگی با مدیریت سود رابطه منفی معناداری دارد. از بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، استقلال هیئت مدیره با مدیریت سود رابطه مثبت و حضور حسابرسی داخلی با مدیریت سود رابطه منفی معناداری دارد؛ اما شواهدی برای استقلال کمیته حسابرسی در ارتباط با مدیریت سود یافت نشد. با ورود مالکیت خانوادگی به مدل، مالکیت خانوادگی و از بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی فقط حضور حسابرس داخلی با مدیریت سود رابطه منفی معناداری پیدا کردند. و شواهدی برای استقلال هیئت مدیره و استقلال کمیته حسابرسی پیدا نشد. این پژوهش به پیروی از ژو و همکاران

<sup>7</sup>. Jiraporn, P., Dadalt, P

<http://MaJournal.ir>

(۲۰۱۷) به بررسی عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر قیمت سهام در زمان بحران مالی می‌پردازد این پژوهش به چگونگی تأثیر شرکت خانوادگی بر قیمت سهام شرکت در زمان بحران مالی می‌پردازد و زمینه جدید تحقیقاتی را در حوزه مدیریت خانوادگی و بحران مالی ایجاد می‌نماید. بررسی‌ها نشان می‌دهد که تاکنون در ایران به این مبحث پرداخته نشده است در واقع این پژوهش درصدد حل مسئله زیر است:  
آیا عملکرد شرکت خانوادگی بر قیمت سهام در دوره بحران مالی تأثیرگذار است؟

### فرضیات پژوهش

فرضیه اصلی: عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر قیمت سهام در دوران بحران مالی تأثیر معناداری دارند.

فرضیه‌های فرعی

فرضیه فرعی اول: عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در دوران بحران مالی تأثیر معناداری دارد.

فرضیه فرعی دوم: مدیریت خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در دوران بحران مالی تأثیر معناداری دارد.

### متغیرهای پژوهش

**شرکت خانوادگی (FC):** این متغیر به صورت صفر و یک است بدین صورت که اگر سهامدار عمده شرکت خانوادگی باشد یک و در غیر این صورت صفر است.

**بحران مالی (CP):** اگر تولید ناخالص داخلی کاهش یابد نشان دهنده بحران مالی است.

**فروش سهام به قیمت پایین (SS):** این متغیر به صورت صفر و یک است بدین صورت که اگر سهام شرکت کاهش قیمت داشته باشند یک و در غیر این صورت صفر است.

**مدیریت خانوادگی (FM):** این متغیر به صورت صفر و یک است بدین صورت که اگر مدیریت شرکت خانوادگی باشد یک و در غیر این صورت صفر است.

**بازده دارایی (ROA):** این متغیر از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی به دست می‌آید.

$$ROA_{i,t} = NI_{i,t} / TA_{i,t}$$

که در آن: NI سود خالص و TA کل دارایی‌های شرکت است.

**اندازه (Size):** این متغیر از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی به دست می‌آید

$$Size = \ln(TA_{i,t})$$

### جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به فعالیت مشغول بودند به عنوان نمونه تحت بررسی انتخاب می‌شوند.

با توجه به اینکه تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ۶۳۵ شرکت می‌باشد که از این تعداد ۱۲۷ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید؛ که لیست آن‌ها در پیوست ارائه شده است. چون بازه زمانی پژوهش ۵ ساله و از ۱۲۷ شرکت است لذا نمونه آماری ۶۳۵ سال شرکت است.

## آمار توصیفی

جدول ۱: شاخص‌های توصیفی متغیر

عنوان	قیمت سهام	شرکت خانوادگی	مدیریت خانوادگی	بحران مالی	اندازه شرکت	بازده سهام
نماد	SS	FC	FM	CP	Size	ROA
میانگین	۰/۱۰۲	۰/۰۸۸	۰/۰۴۱	۰/۱۸۵	۲/۴۲۰	۰/۰۷۵
میانه	۰/۰۷۴	۰/۰۶۲	۰/۰۲۸	۰/۱۳۴	۱/۴۰۱	۰/۰۶۱
انحراف معیار	۰/۲۱۶	۰/۲۱۸	۰/۱۸۶	۰/۳۷۲	۰/۱۸۹	۰/۴۱۸
تعداد	۶۳۵	۶۳۵	۶۳۵	۶۳۵	۶۳۵	۶۳۵

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. همانگونه که مشاهده می‌شود میانگین قیمت سهام ۰/۱۰۲، میانگین شرکت خانوادگی ۰/۰۸۸، میانگین مدیریت خانوادگی ۰/۰۴۱، میانگین بحران مالی ۰/۱۸۵، میانگین اندازه شرکت ۲/۴۲۰ و میانگین بازده سهام ۰/۰۷۵ است.

مدل آماری جهت بررسی فرضیه اول به صورت زیر است:

$$SS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FC_{i,t} + \beta_2 CP_{i,t} + \beta_3 FC_{i,t} \times CP_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

مدل آماری جهت بررسی فرضیه دوم به صورت زیر است:

$$SS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FM_{i,t} + \beta_2 CP_{i,t} + \beta_3 FM_{i,t} \times CP_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

## نتایج بررسی مدل پژوهش

با توجه به دو وجهی بودن متغیر وابسته جهت بررسی فرضیه پژوهش از رگرسیون لجستیک استفاده می‌شود نتایج حاصل از بررسی مدل پژوهش با روش رگرسیون لجستیک به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۲: نتایج برآورد فرضیه فرعی اول پژوهشی با استفاده از رگرسیون لجستیک

متغیر	ضریب	آماره Z	سطح معناداری
C	۰/۴۸۳	۴/۰۹۶	۰/۰۰۰
FC	۰/۳۱۶	۱/۶۸۴	۰/۰۰۶
CP	۰/۱۶۹	۲/۴۵۱	۰/۰۱۴
FC×CP	۰/۴۱۷	۲/۹۸۵	۰/۰۲۷
Size	-۰/۲۶۷	-۳/۱۹۹	۰/۰۰۹
ROA	-۰/۳۴۷	-۱/۲۷۳	۰/۰۱۶
LR chl <sup>2</sup> (5)	۵۳,۳۶	Prob chl <sup>2</sup>	۰,۰۰۰
Pseudo	۰,۰۳	Log likelihood	-۶۴۷,۳۵

جدول ۲ نتایج برآورد فرضیه فرعی اول پژوهشی با استفاده از رگرسیون لجستیک را نشان می‌دهد. یکی از معیارهای بررسی نکویی برازش در رگرسیون لجستیک معیار LR است. این معیار مانند F در رگرسیون معمولی عمل می‌کند. مقدار مربوط به این آماره با درجه آزادی ۵ برابر ۵۳,۳۶ و احتمال مربوط به آن صفر است که این، فرض معناداری مدل رگرسیون لجستیک تعریف شده را مورد تأیید قرار می‌دهد. معیار دیگری که برای ارزیابی به کار می‌رود Log Likelihood می‌باشد. مقدار این

آماره منفی است و هرچه قدر مطلق آن بزرگتر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل تعریف شده می‌باشد. علاوه بر این ضریب تعیین به دست آمده برای مدل نشان دهنده میزان پیش بینی متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل هست که پائین بودن مقدار آن بیانگر درصد بسیار ناچیز تأثیرگذاری متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته می‌باشد.

### آزمون فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول به صورت زیر می‌باشد:

عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در دوران بحران مالی تأثیرگذار است.

برای بررسی فرضیه از رگرسیون لجستیک استفاده می‌شود و دو فرضیه  $H_0$  و  $H_1$  به شرح زیر بیان شد:

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

$H_0$ : عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در دوران بحران مالی تأثیر معناداری ندارد.

$H_1$ : عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در دوران بحران مالی تأثیر معناداری دارد.

نتایج بررسی رگرسیون لجستیک فرضیه اول نشان می‌دهد که عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در دوران بحران مالی تأثیر معناداری دارد هدف از بررسی این فرضیه اثبات این موضوع است که آیا عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوران بحران مالی تأثیرگذار است؟

بررسی تأثیر عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در دوران بحران مالی شرکت‌های نمونه در سطح خطای ۵٪ نشان می‌دهد که سطح معناداری آماره  $Z$  محاسبه شده برای متغیر  $FC \times CP$ ، ۰/۰۲۷ می‌باشد. این مقدار آماره نشان دهنده تأثیر معنادار عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در دوران بحران مالی در سطح ۹۵٪ است و بیان دیگر فرضیه  $H_0$  رد می‌شود.

بنابراین بر اساس نتایج ارائه شده فرضیه فرعی اول پذیرفته می‌شود یعنی عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در دوران بحران مالی تأثیر معناداری دارد. ضریب مثبت متغیر شرکت خانوادگی نشان دهنده تأثیر مستقیم عملکرد شرکت‌های خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در دوران بحران مالی است؛ به عبارت دیگر شرکت‌های خانوادگی ترجیح می‌دهند که سهامداران کوچک در دوران بحران مالی سهام خود را به قیمت پایین واگذار نمایند.

### آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم به شرح زیر می‌باشد:

مدیریت خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در زمان بحران مالی تأثیر معناداری دارد.

در فرضیه فوق نیز از رگرسیون لجستیک و آزمون  $Z$  استفاده شده است و فرضیاتی به شرح زیر بیان گردید:

$$\begin{cases} H_0: \beta_2 = 0 \\ H_1: \beta_2 \neq 0 \end{cases}$$

$H_0$ : مدیریت خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در زمان بحران مالی تأثیر معناداری ندارد.

$H_1$ : مدیریت خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در زمان بحران مالی تأثیر معناداری دارد.

نتایج حاصل از بررسی مدل پژوهش با روش رگرسیون لجستیک به شرح زیر می‌باشد:



جدول ۳: نتایج برآورد فرضیه فرعی دوم پژوهشی با استفاده از رگرسیون لجستیک

متغیر	ضریب	آماره Z	سطح معناداری
C	۰/۲۵۳	۲/۱۹۴	۰/۰۰۰
FM	۰/۲۸۵	۱/۳۷۱	۰/۰۰۵
CP	۰/۳۱۶	۳/۰۹۶	۰/۰۰۹
FM×CP	۰/۵۲۶	۲/۲۷۵	۰/۰۱۵
Size	-۰/۴۰۳	-۱/۹۰۵	۰/۰۳۸
ROA	-۰/۳۵۸	-۲/۳۸۴	۰/۰۰۹
	LR chl <sup>2</sup> (5)	۵۲,۴۸	Prob chl <sup>2</sup>
	Pseudo	۰,۰۲	Log likelihood
			-۵۹۸,۴۶

جدول ۳ نتایج برآورد فرضیه فرعی دوم پژوهشی با استفاده از رگرسیون لجستیک را نشان می دهد. ارزیابی آماره Z برای فرضیه فوق در سطح خطای ۵٪ برابر با ۰/۰۱۵ می باشد که عدد فوق کمتر از ۵٪ می باشد و این امر موجب رد فرضیه  $H_0$  می شود. به بیان دیگر مدیریت خانوادگی بر فروش سهام به قیمت پایین در زمان بحران مالی تأثیر معناداری دارد یعنی مدیریت خانوادگی، در زمان بحران مالی، تمایل به فروش سهام به قیمت پایین دارند.

### پیشنهادهای پژوهش

- با توجه به نتایج حاصل از فرضیه اصلی پیشنهاد می گردد جهت بررسی قیمت سهام در زمان بحران مالی از عملکرد شرکت خانوادگی استفاده گردد. زیرا یافته های حاصل از بررسی فرضیه های پژوهش نشان داد که عملکرد شرکت های خانوادگی بار اطلاعاتی جهت توضیح دهندگی تغییرات قیمت سهام در زمان بحران مالی را دارد. در واقع با افزایش عملکرد شرکت خانوادگی، تمایل به فروش سهام به قیمت پایین کاهش می یابد سهامداران، سرمایه گذاران، صاحبان شرکت و همه افراد ذینفع در خصوص فروش سهام به قیمت پایین، می توانند از تمایل شرکت های خانوادگی در زمان بحران مالی اطمینان یابند که فروش سهام به قیمت پایین امکان پذیر نیست.

- با توجه به نتایج حاصل از فرضیه فرعی اول پیشنهاد می گردد مدیران، سرمایه گذاران و سهامداران جهت بررسی کاهش قیمت سهام در زمان بحران مالی از عملکرد شرکت های خانوادگی استفاده نمایند زیرا این متغیر بار اطلاعاتی جهت توضیح- دهندگی تغییرات قیمت سهام را دارد یعنی هرچه اندازه شرکت خانوادگی بزرگتر باشد، تمایل به فروش سهام به قیمت پایین، کاهش می یابد و افراد می توانند با بررسی وضعیت شرکت خانوادگی، در خصوص احتمال فروش سهام به قیمت پایین، پیش بینی لازم را انجام دهند.

- با توجه به یافته های فرضیه فرعی دوم پیشنهاد می شود که همه افراد ذینفع در مورد فروش سهام به قیمت پایین، جهت بررسی فروش سهام به قیمت پایین از مدیریت خانوادگی استفاده نمایند. چون مدیریت خانوادگی با بهبود عملکرد شرکت به دلیل تمایل بیشتر به شرکت به علت خانوادگی بودن شرکت، تلاش بیشتری را در جهت جلوگیری از فروش سهام به قیمت پایین را انجام می دهد و افراد ذینفع می توانند با بررسی مدیریت خانوادگی، در خصوص احتمال فروش سهام به قیمت پایین، پیش بینی لازم را انجام دهند.

## منابع و مآخذ

۱. ابراهیمی، سیدکاظم، بهرامی نسب، علی، ممشلی، رضا. (۱۳۹۵). بررسی اثر بحران مالی بر پایداری سود، پنجمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت و دومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری های باز، تهران، همایشگران مهر اشراق.
۲. پورزمانی، زهرا، پویان راد، مهدی. (۱۳۹۱). ارتباط بین مدیریت سود و ناتوانی مالی شرکتها، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۷۷-۸۸.
۳. تقوی، مهدی، غفاری، فرهاد، غیبی، سیدداسر. (۱۳۸۹). اثر بحران مالی غرب بر بورس اوراق بهادار تهران، مجله مطالعات مالی، شماره ۵، ۱۶۰-۱۳۷.
۴. جلالی، فاطمه، کامرانی، هدی. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین درصد مالکیت خانوادگی با اجتناب مالیاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی مدیریت و حسابداری، تهران، موسسه آموزش عالی صالحان.
۵. خواجهی، شکراله، اسحاقی، احمد. (۱۳۹۳) بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی بر محافظه کاری در گزارشگری مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت های حسابداری، دوره ۶، شماره ۲، ۵۳-۸۶.
۶. فرحی، معصومه، مهدوی راد، حمید. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط نوسانات نرخ ارز با قیمت بازار سهام در صنایع پتروشیمی ایران، همایش پژوهش های مدیریت و علوم انسانی در ایران، تهران، موسسه پژوهشی مدیریت مدبر، دانشگاه تهران.
۷. قاسمی، مهرناز. (۱۳۹۵). حاکمیت شرکتی، مالکیت خانوادگی و مدیریت سود، پنجمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت و دومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری های باز، تهران، همایشگران مهر اشراق.
۸. متین فرد، مهران، حسنی، محمد، صلاح ورزی، صحبت. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر سیاست سرمایه گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام بر ریسک کاهش قیمت سهام شرکت ها، سومین کنفرانس بین المللی علوم و مهندسی، استانبول - کشور ترکیه، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت ویرا.
۹. محمدنوربخش لنگرودی، محسن، قلی زاده، محمدحسن، عینی قربائی، فاطمه. (۱۳۹۵). بررسی حاکمیت شرکتی و بحران مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نخستین کنفرانس بین المللی پارادیم های نوین مدیریت هوشمندی تجاری و سازمانی، تهران، دانشگاه شهید بهشتی.
۱۰. موریان زاده، نعیم، شمس الدینی، کاظم. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پنجمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت و دومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری های باز، تهران، همایشگران مهر اشراق.
11. Ali, A. Chen, T. & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44 (2): 238-286.
12. Anderson, R. C. & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58 (3): 1301° 1328.
13. Ben Ali, C. & Lesage, C. (2012). Audit pricing and nature of controlling shareholders: Evidence from France, *China Journal of Accounting Research*, 6 (1): 21° 34.
14. Chen, S., Chen, X., & Cheng, Q. (2013). Conservatism and equity ownership of the founding family. *European Accounting Review*, 1- 35.
15. Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93 (6): 1155-1177.
16. Ebihara T, Kubota K, Takehara H, Yokota E. (2014). Market liquidity, private information, and the cost of capital: Marketmicrostructure studies on family firms in Japan. *Japan and the World Economy* 32, 1° 13
17. H. Jamal Zubairi (2009). An Investigation of the Influence of Key Financial and Economic Indicators on Profitability of Cement Sector Companies In Pakistan <http://ssrn.com/abstract =1534186>
18. Jira. porn, P., Dadalt, P.,(2007), Does founding family control affect earnings management? An empirical note. Working paper,SSRN abstract\_id=1017856



<http://MaJournal.ir>

19. Zhou, Haoyong, Fan He, YangboWang. (2017), Did family firms perform better during the financial crisis? New insights from the S&P 500 firms, Global Finance Journal, GLOFIN-00363; No of Pages 16.

