

تأثیر مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت در زمان بحران مالی

مرتضی شهبازی^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۰۳ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۲/۰۳

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت در زمان بحران مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به منظور دستیابی به این هدف سه فرضیه تدوین شد. جهت آزمون این فرضیه ها با استفاده از روش حذف سیستماتیک، نمونه ای متشکل از ۴۶ شرکت از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ انتخاب گردید و مدل رگرسیونی چند متغیره به روش داده های ترکیبی بکار برده شد. همچنین نرم افزار Eviews8 برای تحلیل های آماری مورد استفاده قرار گرفت. نتایج حاصل از فرضیه های پژوهش نشان می دهد که مالکیت خانوادگی بر عملکرد مالی شرکت تأثیر معنی داری نداشته، اما بحران مالی دارای تأثیر معنی داری بر عملکرد مالی می باشد، علاوه بر این نتایج پژوهش حاکی از آن است که مالکیت خانوادگی بر رابطه بین بحران مالی و عملکرد تأثیر معنی داری دارد.

واژگان کلیدی

مالکیت خانوادگی، عملکرد مالی، بحران مالی.

۱. دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد خلخال، خلخال، ایران.

مقدمه

امروزه شرکت‌های خانوادگی بخش عمده‌ای از کل شرکت‌ها را تشکیل می‌دهند. طبق پژوهش‌هایی که دانشمندان انجام داده‌اند، کسب‌وکارهای که به‌نوعی مالکیت یا مدیریت خانوادگی دارند، حدود ۶۵ تا ۹۰ درصد از کل کسب‌وکارهای جهان را تشکیل می‌دهند (جرسیک^۱ و همکاران، ۱۹۹۷). به همین منظور در بسیاری از کشورها، شاخص‌های متعددی برای تعریف این‌گونه شرکت‌ها ارائه گردیده است و به دلیل اهمیت این شرکت‌ها پژوهش‌های زیادی در رابطه با آن‌ها انجام شده است، سهامداران، سرمایه‌گذاران بالقوه، اعتباردهندگان و سایر گروه‌ها علاقه‌مند هستند اطلاعاتی درباره‌ی شرکت‌های موردنظر خود کسب کنند. منشأ اصلی تفاوت در حق‌الزحمه‌ی حسابرسی و اندازه‌ی موسسه‌ی حسابرسی در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی، تفاوت هزینه‌های نمایندگی در این شرکت‌ها می‌باشد که این به دلیل وجود سهامداران خانوادگی است. همان‌گونه که پژوهش‌های گذشته نشان داده‌اند، یکی از عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر گروه‌های ذینفع، هزینه‌های نمایندگی شرکت‌ها می‌باشد (سجادی و همکاران، ۱۳۹۱). بنابراین مطالعه بر روی شرکت‌های خانوادگی به‌طور بالقوه می‌تواند بینشی در مورد شرکت‌های کارآفرینی که برای رشد اقتصاد، حیاتی در نظر گرفته شده‌اند، فراهم کند (میثودی^۲ و همکاران، ۲۰۱۱). تئوری نمایندگی بیان می‌کند که شرکت‌های خانوادگی ممکن است مشکلات نمایندگی را تقلیل یا تشدید کنند (خان^۳ و سویرامانیام، ۲۰۱۲). از یک‌طرف شرکت‌های خانوادگی کارایی کمتری دارند، زیرا تمرکز مالکیت، انگیزه‌هایی برای سهامداران کنترل‌کننده، برای از تملک درآوردن ثروت از سایر سهامداران ایجاد می‌کند (مورک^۴ و همکاران، ۲۰۰۳). اعضای خانواده، معمولاً جایگاه‌های مهمی از تیم مدیریتی و هیئت‌مدیره شرکت دارند بنابراین، این شرکت‌ها ممکن است حاکمیت شرکتی ضعیف‌تری داشته باشند، چراکه نظارت هیئت‌مدیره، بی‌فایده می‌باشد (خان و سویرامانیام، ۲۰۱۲). همچنین گومز-میجا^۵ و همکاران (۲۰۰۱) بیان داشته‌اند که کنترل خانوادگی ممکن است مانع از افشای اطلاعات به سایر سهامداران شود. به‌عبارت‌دیگر اعضای خانواده می‌توانند بر فرآیند گزارشگری مالی اثر بگذارند (ونگ^۶، ۲۰۰۶). چنین شرایطی ممکن است به‌طورکلی ارزیابی ریسک حسابرسی با حسابرسان را در خصوص واحد مورد رسیدگی افزایش دهد و از دیدگاه طرف عرضه حسابرسان ممکن است به‌نوبه‌ی خود تلاش‌های حسابرسی بیشتری برای حداقل کردن ریسک حسابرسی به‌کارگیرند که این حق‌الزحمه‌ی حسابرسی را افزایش می‌دهد. همچنین می‌تواند استدلال شود به دلیل وجود اعضای خانواده و سایر ذینفعان از قبیل سهامداران غیر خانوادگی و دارندگان اوراق قرضه، ممکن است هزینه‌های نمایندگی بالاتری به وجود آید و از این‌رو اعضای خانواده ممکن است متقاضی حسابرس مستقل برای کاستن هزینه‌ی نمایندگی شوند (خان و سویرامانیام، ۲۰۱۲).

از طرف دیگر همسو با رشد اقتصادی و بزرگ شدن واحدهای تجاری، از قدرت کنترل سهامداران در عمل کاسته شده، چرا که پراکندگی ساختار مالکیت بیشتر شده و اکثر مالکان را سهامداران جز تشکیل می‌دهند. در چنین حالتی تنها تعداد اندکی از سهامداران این امکان را می‌یابند تا در انتخاب اعضای هیئت‌مدیره و همچنین مدیرعامل نقشی را ایفا

1 Gersick

2 Mithu, Dey

3 Khan

4 Morck

5 Gomez-Mejia

6 Wang

نمایند. این مشکل زمانی حادتر خواهد شد که انگیزه بیشتر سهامداران، سرمایه گذاری در شرکت برای کسب سود (دیدگاه کوتاه مدت) باشد تا اینکه کنترل شرکت (دیدگاه بلندمدت) را بدست گیرند. آنگاه تنها سد دفاعی سهامداران در مقابل مشکلات نمایندگی، ایجاد تنوع در پرتفوی های سرمایه گذاری خواهد بود و یا اینکه در نهایت پس از زیان های غیر قابل جبران، سرمایه گذاری در آن شرکت را به فروش رسانند (حسینی، ۱۳۸۶). شواهد قبلی موجود در ادبیات مالی نشان می دهند که از طرفی موجودی نقدی موجب مشکلات واسطه ای شده و بازدارندگی ارزش سهامدار را به همراه دارند (جنسن^۷، ۱۹۸۶) و از طرف دیگر بعنوان دفع کننده ای جهت سرمایه گذاری مشترک و اخذ تصمیمات مالی، بدلیل نقایص موجود در بازار سرمایه، سرمایه خارجی را در مقایسه با سرمایه های داخلی پرهزینه تر می سازند (گرینوالد و همکاران^۸، ۲۰۰۴ و میرز و مایلو^۹، ۱۹۸۴). محدودیت های تأمین مالی می تواند به عنوان حساسیت هایی که به دلایلی مانند محدودیت های اعتباری، عدم توانایی در قرض گرفتن، عدم توانایی در مسئله انتشار سهام، تکیه کردن بر وام های بانکی و نقدینه نبودن دارایی ها به وجود می آید، شرکت را از سرمایه گذاری های دلخواه خود منع می کنند (لامونت^{۱۰} و همکاران، ۲۰۰۱)؛ بنابراین، زمانی که شرکت با درجات بالایی از محدودیت های تأمین مالی روبرو می شود، موجودی نقدی اهمیت بیشتری پیدا می کند زیرا آنها هزینه بالای تأمین مالی خارجی را کم می کنند (دنیز و سیبیلکوف^{۱۱}، ۲۰۱۰). آلمیدا^{۱۲} و همکاران (۲۰۰۴) بیان می کنند زمانی که شرکت ها به بازارهای سرمایه دسترسی نامحدود دارند یا زمانی که از لحاظ تأمین مالی محدودیتی ندارند، نیازی به نگهداشتن وجه نقد برای موقعیت های سرمایه گذاری آینده ندارند و در نتیجه نقدینگی بی ربط می گردد؛ بنابراین زمانی که شرکت با محدودیت مالی مواجه نیست، رفتار غیر حرفه ای گزارش دهی مالی را تحریک کرده و موجب می شود حسابرسان در ارتباط با موجودی نقدی شرکت تلاش بیشتری اعمال کنند که در نتیجه باعث بالا رفتن هزینه حسابرسی شوند (ساموئل^{۱۳} و همکاران، ۲۰۱۵).

سهامداران شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی که نگرانی های مربوط به نمایندگی آنها به نسبت پایین است به مدیران خود اجازه می دهند بخش بیشتری از وجوه نقد خود را به منظور اجتناب از هزینه های بالای تأمین مالی خارجی نگهداری کنند. به هر حال سهامداران شرکت هایی که محدودیت های مالی آنها به نسبت کمتر است، احتمالاً کمتر می توانند از نقش نظم دهنده و تعدیل کننده ناشی از این محدودیت ها بهره مند شوند. در واقع، مدیران شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی کمتر نگرانی های کمتری نسبت به از بین رفتن منابع وجوه نقد داخلی خود دارند، زیرا این شرکت ها می توانند به نسبت دسترسی ساده به منابع سرمایه خارجی داشته باشند؛ بنابراین، سهامداران شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی کمتر با نگرانی های بیشتر در ارتباط با هزینه های نمایندگی نسبت به تصمیم گیری های مدیریت درباره نگهداشت وجه نقد مواجه شده و فقدان شرایط مورد نیاز برای کنترل مدیریت وجوه نقد در این شرکت ها باعث می شود سهامداران آنها به دنبال نظارت داخلی قوی تر بر عملکرد مدیران شرکت درباره

7 Jensen

8-Greenwald

9 Myers & Majluf,

10 Lamont

11 Denis & Sibilkov

12 -Imeida

13 SAMUEL

مدیریت وجه نقد باشند. از این رو می توان گفت مزایای ناشی از نظارت موثر بر هیئت مدیره برای شرکت هایی بیشتر است که از محدودیت های مالی کمتر در مقایسه با سایر شرکت ها برخوردار هستند. به همین خاطر با در نظر گرفتن سطح مشخص از نظارت بر هیئت مدیره، مشکلات نمایندگی در ارتباط با نگهداشت وجه نقد را می توان از طریق اعمال محدودیت های مالی برای فعالیت شرکت به صورت موثرتر کنترل کرد و در عمل نظارت بر هیئت مدیره یک راهکار مناسب برای حل و فصل مشکلات نمایندگی است. در طرف مقابل، مشکلات نمایندگی در ارتباط با شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی از طریق نقش نظم دهنده و تعدیل کننده ناشی از این محدودیت ها به نسبت کمتر است. در نتیجه بطور کلی می توان انتظار داشت نگهداشت وجه نقد در شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی کمتر حساسیت بیشتر به مکانیزم های نظارت بر عملکرد هیئت مدیره داشته باشد (لی و پارکر، ۲۰۱۵).

ایواشینا و شارفستین^{۱۴} (۲۰۱۰) به این نتیجه رسیده اند که در طول دوره های بحران مالی بانک های تامین کننده منابع مالی از هر دوی رتبه بندی سرمایه گذاری و رتبه بندی های غیر سرمایه گذاری برای سیاست های اعتباری خود استفاده کرده اند. آلمیدا و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۱) نشان داده اند در طول دوره های بحران مالی افزایش چشمگیر در گسترش اعتبارات وجود داشته است. کامپلو و همکاران^{۱۶} (۲۰۱۰) نیز عملکرد مسئولین مالی ارشد شرکت ها را بررسی کرده و بیان می کنند شرکت ها از فرصت های سرمایه گذاری خود به خاطر محدودیت های مالی در طول دوره های بحران مالی چشم پوشی می نمایند. در حقیقت کاهش عرضه اعتباری در طول دوره های بحران مالی باعث ایجاد مشکلات خاص در ارتباط با تامین مالی خارجی می شود و این شرایط بطور مشابه شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی کمتر را نیز تحت تاثیر قرار می دهد. به این ترتیب با توجه به نقش تنظیم کننده بحران مالی و مشابه بودن تاثیر ناشی از این شرایط با وضعیت وجود محدودیت مالی، مشکلات نمایندگی مدیران شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی کم نیز در طول این دوره ها می تواند کاهش پیدا کند؛ بنابراین، می توان انتظار داشت در طول دوره های وجود بحران مالی، شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی کم انگیزه کمتری برای بهبود شرایط نظارت بر هیئت مدیره خود در مقایسه با دوره هایی داشته باشند که بحران مالی در آنها وجود ندارد. بحران مالی در عمل می تواند نقش تعدیل کننده و نظم دهنده برای مدیریت وجه نقد داشته باشند. در نتیجه تاثیر ناشی از محدودیت های مالی بر مدیریت وجه نقد را می توان در دوره های ایجاد بحران مالی با شرایط موجود جایگزین و جبران کرد و می توان انتظار داشت محدودیت های مالی نقش بی اهمیت تر در ارتباط با سطح نگهداشت وجه نقد در طول دوره های وجود بحران مالی داشته باشند (لی و پارکر، ۲۰۱۵)؛ بنابراین با توجه به مطالب مطرح شده، این پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که در زمان بحران مالی مالکیت خانوادگی چه تاثیری بر عملکرد شرکت دارد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

هدف صورت های مالی عبارت است از ارائه اطلاعاتی تلخیص و طبقه بندی شده درباره وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف پذیری مالی واحد تجاری که برای طیفی گسترده از استفاده کنندگان صورت های مالی در اتخاذ تصمیمات اقتصادی مفید واقع گردد. اتخاذ تصمیمات اقتصادی توسط استفاده کنندگان صورت های مالی مستلزم ارزیابی توان واحد تجاری جهت ایجاد وجه نقد و زمان و قطعیت ایجاد آن است. این توان در نهایت، تعیین کننده ظرفیت واحد

14 Ivashina and Scharfstein

15 Almeida, Campello, Laranjeira, and Weisbenner

16 Campello, Graham, and Havrey

تجاری جهت انجام پرداخت‌هایی از قبیل پرداخت حقوق و مزایا به کارکنان، پرداخت به تأمین کنندگان کالا و خدمات، پرداخت مخارج مالی، انجام سرمایه گذاری، باز پرداخت تسهیلات دریافتی و توزیع سود بین صاحبان سرمایه است. ارزیابی توان ایجاد وجه نقد از طریق تمرکز بر وضعیت مالی، عملکرد مالی و جریان های نقدی واحد تجاری و استفاده از آن‌ها در پیش بینی جریان های نقدی مورد انتظار و سنجش انعطاف پذیری مالی، تسهیل می گردد. وضعیت مالی یک واحد تجاری در برگیرنده منابع اقتصادی تحت کنترل آن، ساختار مالی آن، میزان نقدینگی و توان باز پرداخت بدهی‌ها و ظرفیت سازگاری آن با تغییرات محیط عملیاتی است. اطلاعات درباره وضعیت مالی در تراز نامه ارایه می شود. عملکرد مالی واحد تجاری در بر گیرنده بازده حاصل از منابع تحت کنترل واحد تجاری است. اطلاعات در مورد جریان های نقدی در صورت جریان وجوه نقد ارایه می شود. این اطلاعات از جنبه ای دیگر عملکرد مالی واحد تجاری را از طریق انعکاس مبالغ و منابع اصلی جریان های ورودی و خروجی وجه نقد به نمایش می گذارد. انعطاف پذیری مالی عبارت از توانایی واحد تجاری مبنی بر اقدام موثر جهت تغییر میزان و زمان جریان های نقدی آن می باشد به گونه ای که واحد تجاری بتواند در قبال رویداد های و فرصت های غیر منتظره واکنش نشان دهد. مجموعه صورت های مالی، اطلاعاتی را که جهت ارزیابی انعطاف پذیری واحد تجاری مفید است منعکس می کند (مفاهیم نظری گزارشگری مالی بند های ۱-۶ تا ۱-۱۲).

صورت های مالی عموماً مبتنی بر اعمال قضاوت های و روش های محاسبه واحد در مورد جنبه های متفاوت اقلام مرتبط می باشد. به خاطر این ویژگی، می توان از طریق بررسی ارتباط بین اقلام مختلف (مثل میزان بدهکاران در مقایسه با فروش) به دید بهتری از وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف پذیری مالی واحد تجاری دست یافت. در این نوع تجزیه و تحلیل گاه از نسبت های استفاده می شود که می توان آن‌ها را طی زمان و بین واحد های تجاری مختلف مقایسه کرد. ارزیابی عملکرد، فرایند رسمی فراهم آوردن اطلاعات در مورد نتایج کار است، این امر سبب شناسایی نقاط قوت سازمان و بزرگ جلوه دادن آن به منظور خلق ارزش های بیشتر و در واقع عملکرد مطلوب تر می شود. چرا که با تجزیه و تحلیل فعالیت های گذشته بنگاه، نگاهی به آینده داشته تا به پیشینه کردن ارزش ها کمک کند. اهمیت ارزیابی عملکرد از زوایای مختلف قابل بررسی است. داشتن توان و امکان ارزیابی عملکرد، ضرورتی انکار ناپذیر است و تمام بنگاه های اقتصادی ناگزیر از سنجش عملیات خود در دوره های مختلف هستند. اهم دلایل انجام ارزیابی عملکرد عبارت است از (اسلام پور و همکاران، ۱۳۹۴):

- الف) سهامداران و اعتبار دهندگان منابع مالی محدود خود را به بنگاه اختصاص می دهند؛ لذا ارزیابی عملکرد بنگاه به منظور اطمینان از تخصیص منابع محدود امری مهم و حیاتی به شمار می رود.
- ب) معیار های سنجش عملکرد، از سیستم های کنترلی مدیریت تلقی می شود زیرا برنامه ریزی اقتصادی و تصمیمات کنترلی موثر نیازمند ارزیابی چگونگی عملکرد واحدها است.
- ج) اخذ تصمیمات منطقی ارتباط مستقیم با ارزیابی عملکرد بنگاه اقتصادی دارد.
- ر) توانایی شرکت را در خلق ارزش نشان می دهد.
- ز) مبنایی جهت رعایت یا عدم رعایت دستورالعمل ها، بخشنامه ها و قوانین سازمانی و برون سازمانی ایجاد می کند.
- د) مبنایی جهت پرداخت حقوق یا پاداش مدیران و حتی ترفیعات آن‌ها فراهم می کند.

ذ) اعمال کنترل های لازم بر عملیات شرکت به منظور تحقق اهداف سازمانی فراهم می آورد (محمد صمدی لرگانی، ۱۳۸۷، ۶۸).

استین (۱۹۹۷) و استولتز (۱۹۹۰) بیان می کنند مزایای خصوصی مدیران رابطه مستقیم با جمع خروجی سرمایه گذاری های شرکت دارد. در حقیقت، ذخیره کردن وجوه نقد داخلی ارزان ترین روش برای حفظ مقادیر کافی از سرمایه برای انجام سرمایه گذاری است (مایرز و مجلوف، ۱۸، ۱۹۸۴)؛ به هر حال سهامداران همواره نگرانی خاص در ارتباط با مزایای خصوصی مدیران و شرایط نمایندگی داشته و این وضعیت به طور خاص زمانی مشاهده می شود که شرکت ها مقدار انباشت وجه نقد خود را افزایش دهند. به همین خاطر به صورت عادی سهامداران و سرمایه گذاران به مدیران اجازه نمی دهند مقدار زیاد از وجوه نقد داخلی را بدون پیاده سازی مکانیزم های نیرومند حاکمیت شرکتی نگهداری و انباشت کنند (هارفورد، مانسی و ماکسول، ۱۹، ۲۰۰۸).

به این ترتیب محدودیت های مالی احتمالاً می توانند بر انتخاب مدیریت نسبت به نگهداشت وجه نقد تأثیر داشته باشند. در حقیقت مدیران برخوردار از دسترسی محدود به بازارهای تأمین مالی خارجی انگیزه کمتری برای مصرف کردن منابع داخلی خود داشته و احتمالاً ترجیح می دهند وجوه نقد داخلی خود را به منظور تأمین مالی پروژه های دارای ارزش فعلی آتی مثبت ذخیره و انباشت کنند (اوپلر و همکاران، ۱۹۹۹؛ آلمیدا و همکاران، ۲۰۰۴؛ هان و کیو، ۲۰۰۷؛ هارفورد و همکاران، ۲۰، ۲۰۰۸). در نتیجه می توان گفت محدودیت های مالی نقش نظم دهنده و تعدیل کننده نسبت به نحوه مصرف وجوه نقد به شرح زیر دارند (لو، ۲۱، ۲۰۱۱): سهامداران شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی که نگرانی های مربوط به نمایندگی آنها به نسبت پایین است به مدیران خود اجازه می دهند بخش بیشتری از وجوه نقد خود را به منظور اجتناب از هزینه های بالای تأمین مالی خارجی نگهداری کنند. به هر حال سهامداران شرکت هایی که محدودیت های مالی آنها به نسبت کمتر است، احتمالاً کمتر می تواند از نقش نظم دهنده و تعدیل کننده ناشی از این محدودیت ها بهره مند شوند. در واقع، مدیران شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی کمتر نگرانی های کمتری نسبت به از بین رفتن منابع وجوه نقد داخلی خود دارند، زیرا این شرکت ها می توانند به نسبت دسترسی ساده به منابع سرمایه خارجی داشته باشند؛ بنابراین، سهامداران شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی کمتر با نگرانی های بیشتر در ارتباط با هزینه های نمایندگی نسبت به تصمیم گیری های مدیریت درباره نگهداشت وجه نقد مواجه شده و فقدان شرایط مورد نیاز برای کنترل مدیریت وجوه نقد در این شرکت ها باعث می شود سهامداران آنها به دنبال نظارت داخلی قوی تر بر عملکرد مدیران شرکت درباره مدیریت وجه نقد باشند (لی و پارک، ۲۰۱۵). از این رو می توان گفت مزایای ناشی از نظارت مؤثر بر هیئت مدیره برای شرکت هایی بیشتر است که از محدودیت های مالی کمتر در مقایسه با سایر شرکت ها برخوردار هستند. به همین خاطر با در نظر گرفتن سطح مشخص از نظارت بر هیئت مدیره، مشکلات نمایندگی در ارتباط با نگهداشت وجه نقد را می توان از طریق اعمال محدودیت های مالی برای فعالیت شرکت به صورت مؤثرتر کنترل کرد و در عمل نظارت بر هیئت مدیره یک راهکار مناسب برای حل و فصل مشکلات نمایندگی است. در طرف مقابل،

17 Stein and Stultz

18 Myers and Majluf

19 Harford, Mansi, and Maxwell

20 Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson; Almeida, Campello, and Weisbach; Han and Qiu; Harford, Mansi, and Maxwell

21 Luo

مشکلات نمایندگی در ارتباط با شرکت‌های برخوردار از محدودیت‌های مالی از طریق نقش نظم دهنده و تعدیل کننده ناشی از این محدودیت‌ها به نسبت کمتر است. در نتیجه به‌طور کلی می‌توان انتظار داشت نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های برخوردار از محدودیت‌های مالی کمتر حساسیت بیشتر به مکانیزم‌های نظارت بر عملکرد هیئت‌مدیره داشته باشد (لی و پارک، ۲۰۱۵).

لو (۲۰۱۱) در مطالعه خود به این نتیجه رسیده که محدودیت‌های مالی و حاکمیت شرکتی می‌توانند نقش جایگزین برای مدیریت وجه نقد داشته باشند. در حقیقت به خاطر اینکه محدودیت‌های مالی نمی‌توانند کنترل زیاد بر مدیریت شرکت‌های برخوردار از محدودیت‌های مالی محدود ایجاد کنند، سهامداران این شرکت‌ها تلاش می‌کنند اتکای بیشتر در مقایسه با سهامداران شرکت‌های برخوردار از محدودیت‌های مالی بر سیستم‌های نظارت داخلی داشته باشند. به این ترتیب سهامداران این شرکت‌ها احتمالاً سعی می‌کنند از طریق ارتقای مکانیزم‌های نظارت بر هیئت‌مدیره شفافیت مالی و عملیاتی را بهبود بخشند (بیچوک، ۲۰۰۷؛ کور، هولتاوسن و لارکر، ۲۰۰۲، ۱۹۹۹). در حقیقت نظارت بر هیئت‌مدیره می‌تواند احتمال فعالیت مدیریت در جهت منافع شخصی خود و نیز احتمال عدم افشای کامل اطلاعات با اهمیت به سهامداران را کاهش دهد. آجینکیا، بوجراج و سنگوپتا (۲۰۰۵) و کارامانو و وافیاز (۲۰۰۵) بیان می‌کنند افزایش دفعات و دقت پیش‌بینی‌های ارائه‌شده نسبت به سود می‌تواند اثربخشی فعالیت‌های انجام‌شده توسط هیئت‌مدیره شرکت‌ها را افزایش دهد. در این راستا سهامداران می‌توانند از طریق پذیرش استانداردهای حاکمیت شرکتی برای اثربخشی هیئت‌مدیره در عمل قدرت مدیریت و انگیزه‌های وی برای نگهداری اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های شرکت را محدود کنند (لئوز، ناندا و ویسوکا، ۲۰۰۳). به این ترتیب هیئت‌مدیره اثربخش که بلافاصله به سوالات سهامداران پاسخ داده و از یک سیستم راگیری مناسب برای سهامداران استفاده می‌کند، در عمل می‌تواند عملکرد مدیریت را بهتر کنترل کرده و اقدامات ضعیف مدیریت را به‌صورت موثرتر تنبیه نماید (مان، ۲۵، ۱۹۶۵). این شرایط در عمل باعث می‌شود مدیران از انجام فعالیت‌های نامناسب و مخرب منع شوند (بیچوک، کوهن و فیرل، ۲۰۰۹؛ بیچوک و کوهن، ۲۶، ۲۰۰۵). علاوه بر این، بوجراج و سنگوپتا (۲۰۰۳) و آشباک-اسکایفی، کولینز و لافوند (۲۰۰۶) به این نتیجه رسیده‌اند شرکت‌هایی که نظرات قوی‌تر بر هیئت‌مدیره دارند، دسترسی مناسب‌تر به بازارهای تأمین مالی خارجی داشته و رتبه بندی اوراق قرضه این شرکت‌ها بالاتر و بازده اوراق قرضه آن‌ها پایین‌تر است. بر این اساس، می‌توان انتظار داشت شرکت‌های برخوردار از محدودیت‌های مالی کمتر گرایش به اعمال سطوح بالاتر نظارت بر هیئت‌مدیره در مقایسه با شرکت‌های برخوردار از محدودیت‌های مالی بیشتر داشته باشند (لی و پارک، ۲۰۱۵).

در حقیقت بخش زیادی از ادبیات تحقیق موجود در این حوزه بحران‌های مالی در سال‌های اخیر را به‌عنوان یک تجربه طبیعی در نظر گرفته و با توجه به این شرایط تأثیرات ناشی از کاهش عرضه اعتبار را مورد بررسی قرار داده‌اند. ایواشینا و شارفستین (۲۰۱۰) به این نتیجه رسیده‌اند که در طول دوره‌های بحران مالی بانک‌های تأمین‌کننده منابع مالی از هر

22 Bebchuk; Core, Holthausen, and Larcker

23 Ajinkya, Bhojraj, and Sengupta; Karamanou and Vefas

24 Leuz, Nanda, and Wysocki

25 Manne

26 Bebchuk, Cohen, and Ferrel; Bebchuk and Cohen

27 Bhojraj and Sengupta; Ashbaugh-Skaife, Collins, and LaFond

28 Ivashina and Scharfstein

دوی رتبه بندی سرمایه گذاری و رتبه بندی های غیر سرمایه گذاری برای سیاست های اعتباری خود استفاده کرده اند. آلمیدا، کامپلو، لارانجیرا و ویسینر (۲۰۱۱) نشان داده اند در طول دوره های بحران مالی افزایش چشمگیر در گسترش اعتبارات وجود داشته است. کامپلو، گراهام و هاوری (۲۰۱۰) عملکرد مسئولین مالی ارشد شرکت ها را بررسی کرده و بیان می کنند شرکت ها از فرصت های سرمایه گذاری خود به خاطر محدودیت های مالی در طول دوره های بحران مالی چشم پوشی می نمایند. در حقیقت کاهش عرضه اعتباری در طول دوره های بحران مالی باعث ایجاد مشکلات خاص در ارتباط با تأمین مالی خارجی می شود و این شرایط به طور مشابه شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی کمتر را نیز تحت تأثیر قرار می دهد. به این ترتیب با توجه به نقش تنظیم کننده بحران مالی و مشابه بودن تأثیر ناشی از این شرایط با وضعیت وجود محدودیت مالی، مشکلات نمایندگی مدیران شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی کم نیز در طول این دوره ها می تواند کاهش پیدا کند؛ بنابراین، می توان انتظار داشت در طول دوره های وجود بحران مالی، شرکت های برخوردار از محدودیت های مالی کم انگیزه کمتری برای بهبود شرایط نظارت بر هیئت مدیره خود در مقایسه با دوره هایی داشته باشند که بحران مالی در آن ها وجود ندارد. در حقیقت بحران مالی در عمل می تواند نقش تعدیل کننده و نظم دهنده برای مدیریت وجه نقد داشته باشند. در نتیجه تأثیر ناشی از محدودیت های مالی بر مدیریت وجه نقد را می توان در دوره های ایجاد بحران مالی با شرایط موجود جایگزین و جبران کرد؛ بنابراین، می توان انتظار داشت محدودیت های مالی نقش بی اهمیت تر در ارتباط با سطح نگهداشت وجه نقد در طول دوره های وجود بحران مالی داشته باشند (لی و پارک، ۲۰۱۵).

شرکت های خانوادگی به عنوان یکی از ساختارهای مالکیت، مدیریت و کنترل آن به وسیله یکی از اعضای خانواده انجام می شود، تعریف می شود (چن^{۳۲} و همکاران، ۲۰۰۸: ۱). با توجه به آنچه در فوق ذکر شد، می توان به این مهم پی برد که شرکت های خانوادگی و مالکیت قابل توجه اعضای خانواده در این شرکت ها رواج بسیار زیادی دارد، اما اطلاعات بسیار کمی در مورد این گونه شرکت ها و در مورد انتخاب گزارشگری مالی در این شکل خاص از شرکت ها وجود دارد (واتز^{۳۳}، ۲۰۰۳، ۸). در ادامه به تعریف های مختلف مالکیت خانوادگی پرداخته می شود:

در صورتی که یکی از معیارهای زیر برقرار باشد، می توان گفت شرکت مورد نظر یک شرکت خانوادگی است (چو^{۳۴} و همکاران، ۱۹۹۹: ۲۰):

- ۱) هم مالکیت و هم مدیریت شرکت در دست خانواده باشد؛
 - ۲) خانواده مالک شرکت باشد، بدون این که مدیریت شرکت در دست اعضای خانواده باشد؛ و
 - ۳) فقط مدیریت شرکت در دست اعضای خانواده باشد.
- پژوهش گران در زمینه شرکت های خانوادگی، درباره مورد اول اتفاق نظر دارند و همگی این معیار را بهترین معیار برای شرکت های خانوادگی می دانند اما در مورد معیارهای دوم و سوم توافق کامل وجود ندارد و بیشترشان مورد دوم (فقط مالکیت) را بر مورد سوم (فقط مدیریت) ترجیح می دهند.

29 Almeida, Campello, Laranjeira, and Weisbenner

30 Campello, Graham, and Havrey

31 Chief Financial Officers (CFOs)

32 Chen

33 Watts

34 Chua

سوماً، از آنجایی که برخی از تعاریف شرکت‌های خانوادگی، مستلزم مالکیت خانوادگی نیست (مانند مورد سوم)، این تعاریف به‌طور صریح یا ضمنی، دلالت بر کنترل مالکیت دارند اندرسون^{۳۵} و ریب (۲۰۰۳): خانواده تمامی سهام عادی را در اختیار داشته و یا برخی از اعضای خانواده در هیئت‌مدیره هستند.

آندرس^{۳۶} (۲۰۰۸): ۱) مؤسس و یا اعضای خانواده بیش از ۲۵٪ سهام دارای حق رأی را در تملک دارند (۲) خانواده مؤسس کمتر از ۲۵٪ حق رأی را در تملک دارند ولی به‌عنوان مدیرعامل یا عضو هیئت‌مدیره می‌باشند. آروسا و همکاران ۱ (۲۰۱۰): موسسه‌ای خانوادگی است که سهامداران عمده آن یک نفر و یا یک خانواده باشند و حداقل ۲۰٪ سهام موسسه را داشته باشند و به علاوه یک رابطه خانوادگی بین این سهامدار و اعضای هیئت‌مدیره بر اساس نام خانوادگی وجود داشته باشد.

بارونتینی و کاپریو (۲۰۰۶): بیشترین حجم سهام در سطح آزمون انقطاع ۱۰٪، به یک خانواده اختصاص داشته باشد و آن خانواده بیش از ۱۵٪ حق رأی را در اختیار داشته باشد و یا بیش از ۲ برابر حق رأی دومی سهامدار عمده را در اختیار داشته باشد.

کریس من و همکاران (۲۰۰۴): موسسه‌ای که تحت تملک و مدیریت اعضای یک خانواده باشد و قطعاً به دنبال انتقال آن به نسل‌های آتی خود باشد.

چو (۲۰۰۹): موسسه‌ای که بیش از ۵٪ سهامداران آن از اعضای خانواده و حداقل یکی از اعضای آن خانواده عضو هیئت‌مدیره باشد.

خصوصیات منحصر به فرد شرکت‌های خانوادگی شامل تداوم، مالکیت شخصی و همچنین روابط شدید میان خانواده و کسب و کار بر انتخاب‌های راهبردی و حاکمیت شرکت تأثیر می‌گذارد. به علاوه برای توجه به نحوه اداره شرکت‌های خانوادگی باید نحوه اداره امور خانواده‌ها و مالکان مورد توجه قرار گیرد. این عناصر اهمیت و نقش‌های متفاوتی داشته و همگام با اندازه، عمر و مرحله پیشرفتی که شرکت در آن قرار دارد تغییر می‌کند. در شرکت‌های خانوادگی نسل اول، فعالیت‌های تجاری و مالکیت بر اساس نظرات شخصی مؤسس یا مؤسسان شرکت است. در نسل دوم به بعد همزمان با افزایش تعداد مالکان و گسترش کسب و کار چیدمان حاکمیتی پیچیده‌تر و چالش‌برانگیزتر می‌شود. "اعضای خانواده" کسانی هستند که نقش مالک یا مدیر را نداشته و معمولاً همسر یا اعضای خانواده همسر نسل بعدی هستند. خانواده نقطه آغاز تداوم، ارزش‌ها و تعهدات (سازمان شرکت‌های خانوادگی فنلاند، ۲۰۰۹).

به‌طور خلاصه می‌توان گفت که در یک مورد توافق همگانی وجود دارد و آن این است شرکتی که هم مالکیت و هم مدیریت آن در دست یک هسته خانواده است، یک شرکت خانوادگی است (چو و همکاران، ۱۹۹۹: ۲۲).

بر اساس پژوهش نمازی و محمدی (۱۳۸۹) شرکت‌های خانوادگی را از جنبه‌های گوناگونی می‌توان تعریف کرد:

۱) عضویت اعضای خانواده در هیئت‌مدیره (یا رده‌های مهم مدیریتی)؛

۲) درصد مالکیت سهم توسط اعضای خانواده؛

۳) کنترل یا نفوذ قابل ملاحظه خانواده در شرکت (نمازی و محمدی، ۱۳۸۹).

35 Anderson

36 Andres

عضویت در هیئت‌مدیره و درصد مالکیت سهام در بیشتر تعریف‌های شرکت خانوادگی بیان شده است. در مورد درصد مالکیت سهام نظریات مختلفی بیان شده است. در تعریف‌های ارائه شده، مالکیت حداقل پنج درصد و حداکثر بیش از پنجاه درصد سهام توسط اعضای خانواده به عنوان شرط ذکر شده است.

با توجه به تعریف‌هایی که ارائه شد، اکنون یک تعریف از شرکت‌های خانوادگی با توجه به شرایط ایران ارائه می‌شود. در تعریف‌های فوق درصدهای متفاوتی برای مالکیت در شرکت‌های خانوادگی بیان شد. برای این که یک درصد معین برای ایران ذکر شود، ابتدا باید به این نکته توجه کرد که در ایران، سهامداران در چه صورتی بر یک شرکت نفوذ قابل ملاحظه یا کنترل دارند؛ آنگاه می‌توان با توجه به نفوذ قابل ملاحظه، شرکت خانوادگی را تعریف کرد.

کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران، در بند شش استاندارد شماره بیست، چنین بیان می‌دارد: اگر واحد سرمایه‌گذار به طور مستقیم یا غیرمستقیم (برای مثال از طریق واحدهای تجاری فرعی) حداقل ۲۰ درصد از حق رأی واحد سرمایه‌گذاری را در اختیار داشته باشد، فرض می‌شود که از نفوذ قابل ملاحظه‌ای برخوردار است، مگر این که نبود چنین نفوذی را بتوان به روشنی اثبات کرد. برعکس، اگر واحد سرمایه‌گذار به صورت مستقیم یا غیرمستقیم (برای مثال، از طریق واحدهای تجاری فرعی) کمتر از ۲۰ درصد حق رأی واحد سرمایه‌پذیر را در اختیار داشته باشد، فرض می‌شود که از نفوذ قابل ملاحظه‌ای برخوردار نیست، مگر این که وجود چنین نفوذی را بتوان به روشنی اثبات کرد. تعلق بخش قابل توجه یا بیش تر سهام یک واحد سرمایه‌پذیر به واحد دیگر، لزوماً مانع اعمال نفوذ قابل ملاحظه توسط سایر سرمایه‌گذاران نمی‌شود (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۹: ۴۶۲).

با توجه به مطالب فوق، دارا بودن حداقل بیست درصد از سهام شرکت توسط اعضای خانواده به عنوان یکی از شرایط شرکت‌های خانوادگی بیان می‌شود. افزون بر این، عضویت اعضای خانوادگی در هیئت‌مدیره شرکت و توانایی اعمال کنترل توسط خانواده بر شرکت نیز به عنوان معیار دیگری برای شرکت‌های خانوادگی در نظر گرفته می‌شود. با توجه به مطالب بالا، در این مطالعه، تعریف زیر از شرکت‌های خانوادگی در نظر گرفته می‌شود:

و اما در مجموع می‌توان از معیار زیر را عنوان تعریف شرکت‌هایی خانوادگی محسوب نمود به گونه‌ای که حداقل حائز یکی از معیارهای زیر باشد:

۱) یک یا چند نفر از اعضای یک یا دو خانواده، مالک حداقل بیست درصد از سهام شرکت باشند؛ مگر این که با وجود تملک حداقل بیست درصد سهام، نفوذ قابل ملاحظه یا کنترل بر شرکت را نداشته باشند؛

۲) حداقل پنجاه درصد از اعضای هیئت‌مدیره، از اعضای یک خانواده باشند؛ و یا

۳) به نحوی، نفوذ قابل ملاحظه و یا کنترل بر شرکت توسط اعضای خانواده ثابت شود، حتی اگر مالکیت اعضای خانواده کمتر از ۲۰ درصد باشد.

شرکت‌های غیر خانوادگی نیز شرکت‌هایی هستند که هیچ‌یک از شرایط مربوط به شرکت‌های خانوادگی را نداشته باشند.

مطالعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نشان می‌دهد که مالکیت و کنترل خانوادگی به صورت مثبت و معنی‌دار به عملکرد حسابداری مربوط است ولی رابطه کم شدت تری با عملکرد بازار دارد. در شرکت‌های خانوادگی که زمان زیادی از عمر آنها نمی‌گذرد یک تأثیر مثبت به خصوص دیده می‌شود. اندازه این شرکت‌ها با

سودآوری رابطه مثبت دارد و این امر نشان‌دهنده اقتصادی بودن این معیار (اندازه شرکت) است. از نظر عملکرد حسابداری، زمانی که یکی از اعضای خانواده به‌عنوان مدیرعامل شرکت فعالیت می‌کند، شرکت‌های خانوادگی پذیرفته‌شده در بورس نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی عملکرد بهتری دارند. زمانی که خانواده مؤسس کنترل شرکت را در دست دارد کارایی عملیاتی و ارزشی بیشتری در شرکت دیده می‌شود. از نظر عملکرد بازار، نتایج کاملاً متفاوت هستند. تأثیر مؤسس همیشه یک اثر مثبت است. حضور افرادی غیر از اعضای یک خانواده در جایگاه مدیریتی شرکت امری بحث‌برانگیز بوده است. چراکه در برخی موارد از آن به‌عنوان عاملی مثبت و در برخی موارد به‌عنوان عاملی منفی در رابطه با عملکرد بازار یاد شده است. حضور نسل‌های بعدی خانواده در نقش‌های فعال مدیریتی به‌عنوان رابط‌های بدون معنی آماری و یا حتی دارای اثر منفی بر عملکرد نشان داده شده است. به نظر می‌رسد حضور اعضای خانواده در هیئت‌مدیره به‌عنوان مدیر غیر اجرایی یا اثر مثبت و معنی‌دار بر همه انواع عملکرد دارد و یا اصلاً هیچ اثری ندارد (مازی، ۳۷، ۲۰۱۱).

ژو و همکاران (۲۰۱۶) پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر بحران مالی را مورد بررسی قرار دادند، جامعه آماری پژوهش شامل ۵۰۰ شرکت غیر مالی در طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۰ می‌باشد که در کشور چین مورد بررسی قرار گرفته است، نتایج پژوهش حاکی از آن است که در شرکت‌های خانوادگی که عملکرد بهتری دارند، در دوران بحران دوام بیشتری دارند و در شرکت‌های خانوادگی که اعضای سهامداران در ابتدا خود شرکت را تاسیس نموده‌اند، در دوران بحران سرمایه‌گذاری خود را به‌طور قابل توجهی کاهش می‌دهند.

گلدفرد (۲۰۱۶) پژوهشی با عنوان ثبات مالی، سودآوری و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک و متوسط در دوران بحران مالی را مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و سرمایه‌گذاری در موجودی کالا رابطه معناداری وجود دارد و در شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند نسبت به شرکت‌هایی که فاقد محدودیت مالی می‌باشند سرمایه‌گذاری در موجودی کالا کمتر است. نتایج پژوهش همچنین حاکی از آن است که دسترسی به منابع مالی منجر به ایجاد رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری در موجودی کالا و بازدهی شرکت‌ها می‌گردد و سودآوری در در موجودی کالا شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌هایی که فاقد محدودیت مالی می‌باشند کمتر بوده در طی دوران بحران مالی هر چند که سودآوری کاهش می‌یابد اما سود شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی می‌باشند کمتر از شرکت‌های فاقد محدودیت مالی می‌باشد.

مانزانکویی و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهشی به بررسی تأثیر سهامداران نهادی به‌عنوان مالک و مدیریت بر احتمال بحران مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار اسپانیا پرداختند. آن‌ها در این پژوهش نقش‌های مختلف سهامداران نهادی به‌عنوان صاحبان سهام و اعضا هیئت‌مدیره در طبقه‌بندی مختلف (حساس به فشار و مقاوم در برابر فشار) را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از این بود که مدیران و سهامداران نهادی مقاوم در برابر فشار مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی بر احتمال شکست کسب‌وکار (بحران مالی) دارند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که احتمال بحران مالی، بخصوص در هنگام مالکیت متمرکز (قسمت عمده‌ای از سهام شرکت در دست عده یا گروه خاصی باشد) به دنبال واکنش‌های سهامداران مقاوم در برابر فشار کم است، همچنین مدیران منصوب‌شده از طرف سهامداران نهادی و حساس در برابر فشار هیچ تأثیری بر

احتمال بحران مالی شرکت ندارند. یافته‌های و نتایج پژوهش آن‌ها از بحث در مورد تنوع ساختارهای حاکمیت شرکتی و به‌ویژه نقش سهامداران نهادی مقاوم در برابر فشار در پیشگیری از احتمال بحران مالی شرکت‌ها حکایت دارد. خان و سیدیگوی (۲۰۱۵) در بررسی پژوهشی تحت عنوان حق الزحمه حسابرسی، انتخاب حسابرس و نفوذ ذینفعان: شواهدی از شرکت خانوادگی در یک اقتصاد بسته به بررسی تاثیر مالکیت و مدیریت عامل خانوادگی بر حق الزحمه خدمات حسابرسی، تخصص حسابرس در صنعت و کیفیت حسابرسی پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که مالکیت خانوادگی و مدیریت عامل خانوادگی بر حق الزحمه خدمات حسابرسی تاثیر معنی داری دارد، نتایج همچنین حاکی از آن است که مالکیت خانوادگی و مدیریت عامل خانوادگی بر کیفیت حسابرسی ارائه شده توسط حسابرسان شرکت دارای تاثیر معنی دار بوده و مالکان خانوادگی خواهان حسابرسی با کیفیت هستند. علاوه بر این پژوهشگران تاثیر مالکیت خانوادگی و مدیریت عامل خانوادگی را بر تخصص حسابرس در صنعت نیز بررسی نمودند که نتایج این بررسی نشان از تاثیر معنی دار متغیرهای مستقل بر تخصص حسابرس در صنعت دارد.

روش شناسی پژوهش

با توجه به اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، لذا این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. همچنین از آنجایی که با استفاده از مدل‌های رگرسیونی، رابطه علیت بین متغیرهای پژوهش بررسی می‌شود، از لحاظ ماهیت، توصیفی- علی می‌باشد. داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه‌ی متغیرهای پژوهش، از نرم افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است. پس از جمع‌آوری داده‌هایی که برای انجام پژوهش مورد نیاز است، انتخاب ابزاری مناسب به منظور محاسبه و تجزیه و تحلیل اطلاعات مربوط به متغیرها اهمیت خاصی دارد. به منظور انجام محاسبات و آماده نمودن داده‌ها و همچنین تجزیه و تحلیل آنها از نرم‌افزارهای اکسل^{۳۸} و ایویوز^{۳۹} استفاده شده است. فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

- ۱- بحران مالی بر عملکرد تأثیر معنی داری دارد
 - ۲- مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت تأثیر معنی داری دارد
 - ۳- مالکیت خانوادگی بر رابطه بین بحران مالی و عملکرد تأثیر معنی داری دارد
- در این پژوهش، نمونه‌گیری با استفاده از روش حذف سیستماتیک انجام شده است. لذا نمونه انتخابی شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ که واجد شرایط زیر می‌باشند:
۱. به‌منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
 ۲. طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشد.
 ۳. معاملات سهام شرکت طی دوره پژوهش، بیش از ۳ ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.
 ۴. کلیه داده‌های موردنیاز پژوهش برای شرکت‌های موردبررسی موجود و در دسترس باشد.
 ۵. جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری و لیزینگ) نباشد.
 ۶. شرکت مورد بررسی هزینه حسابرسی را به عنوان یک حساب جداگانه در یادداشت‌های توضیحی افشاء نموده باشد.
- با توجه به ویژگی‌های مذکور تعداد ۴۶ شرکت طی قلمرو زمانی این پژوهش انتخاب شدند.

متغیرهای این پژوهش در ادامه توضیح داده شده است:

متغیرهای وابسته پژوهش

متغیر وابسته این پژوهش به شرح زیر است:

نرخ بازده دارایی ها (ROA): که به صورت تقسیم سود خالص بر ارزش دفتری جمع دارایی ها اندازه گیری می شود.

متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل این پژوهش به شرح زیر است:

بحران مالی (Crisis): برای اندازه گیری بحران مالی از مدل احتمال بحران مالی پیندادو و همکاران (۲۰۰۸) و مانزانکویی و همکاران (۲۰۱۶) استفاده خواهد شد به گونه ای که اگر یکی از شرایط زیر برقرار باشد به آن عدد یک اختصاص یافته و در غیر اینصورت صفر خواهد گرفت:

۱- شرکت طی دو دوره متوالی با کاهش سود مواجه شود؛

۲- سود قبل از بهره و مالیات طی دو دوره متوالی از هزینه های مالی بیشتر باشد.

مالکیت خانوادگی (FAMILYOWN): نمازی و اکبری (۱۳۹۰)، واعظ و همکاران، (۱۳۹۳)؛ خان و همکاران (۲۰۱۵) و سرینیدی و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهش خود شرکتهایی را خانوادگی در نظر گرفتند که حداقل حائز یکی از معیارهای زیر باشد:

یک یا چند نفر از اعضای یک یا دو خانواده، مالک حداقل بیست درصد از سهام شرکت باشند؛ مگر این که با وجود تملک حداقل بیست درصد سهام، نفوذ قابل ملاحظه یا کنترل بر شرکت را نداشته باشند؛ حداقل پنجاه درصد از اعضای هیأت مدیره، از اعضای یک خانواده باشند؛ و یا به نحوی، نفوذ قابل ملاحظه و یا کنترل بر شرکت توسط اعضای خانواده، ثابت شود، حتی اگر مالکیت اعضای خانواده کمتر از ۲۰ درصد باشد.

با توجه به اینکه اکثر تعاریف در ادبیات مربوط به شرکتهای خانوادگی، درصد سهام متعلق به خانوادگی اول را مبنای انتخاب شرکت به عنوان خانوادگی در نظر گرفته اند، در این پژوهش با استفاده از شروط ذکر شده در بالا درصد مالکیت خانوادگی اندازه گیری می شود.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این پژوهش به شرح جدول زیر است، تمامی متغیرهای پژوهش مطابق با پژوهش ژو^{۴۰} و همکاران (۲۰۱۷) می باشد:

جدول (۱): فهرست متغیرهای پژوهش

متغیرها	نماد	تعریف
اندازه شرکت	Size	اندازه شرکت که به صورت لگاریتم طبیعی ارزش دفتری جمع دارایی ها اندازه گیری می شود.
ساختار سرمایه	Capital structure	اهرم مالی که به صورت ارزش دفتری جمع بدهی ها (ارزش دفتری جمع دارایی ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه) تقسیم بر ارزش دفتری جمع دارایی ها اندازه گیری می شود.
مخارج سرمایه ای	Investment	نسبت هزینه های سرمایه ای به ارزش اموال، ماشین آلات و تجهیزات (PPE) که به صورت جمع هزینه های سرمایه ای تقسیم بر ارزش اموال، ماشین آلات و تجهیزات در سال مالی قبل اندازه گیری می شود.
تعداد کارکنان	Ln employee	برابر با لگاریتم طبیعی تعداد کارمندان.
نسبت بدهی کوتاه مدت	Short debt change	نسبت تغییر در بدهی کوتاه مدت به جمع دارایی ها که به صورت تفاوت بین جمع بدهی های کوتاه مدت در سال جاری و سال مالی گذشته تقسیم بر جمع ارزش دفتری جمع دارایی ها در سال مالی جاری اندازه گیری می شود.
عمر شرکت	Firm age	تفاوت بین سال تاسیس و سال مالی مورد بررسی.
انحراف بازده	Return volatility	ریسک قابل توزیع شرکت که به عنوان انحراف استاندارد بازده سهام برای یک دوره ۵ ساله تعریف می شود.
نگهداشت وجه نقد	Ln cash	برابر است با لگاریتم طبیعی وجه نقد.
دارایی های نامشهود	Tangibility	دارایی های نامشهود که به صورت تقسیم جمع دارایی های نامشهود بر ارزش دفتری جمع دارایی ها اندازه گیری می شود.
انحراف سودآوری	Profitability	OROA برای دوره گذشته که نشان دهنده بازده عملیاتی دارایی ها برای سال مال گذشته است.
تقسیم سود	Dividend payout	برابر است با جمع سود تقسیم شده بین سهامداران تقسیم بر جمع مبلغ فروش شرکت.
هزینه استهلاک	Nondebt tax shield	جمع هزینه استهلاک دارایی های مشهود و نامشهود تقسیم بر ارزش دفتری جمع دارایی های شرکت را نشان می دهد.
کیو توین	Tobin's Q	جمع دارایی ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه بعلاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سرمایه که بر جمع دارایی ها تقسیم می شود.
نقدینگی	Relative Value	نسبت حجم معاملات به جمع کل سهام منتشر شده.

برای بررسی فرضیه های پژوهش از مدل شماره (۱) استفاده می شود:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Crisis}_{i,t} + \beta_2 \text{Family}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Crisis}_{i,t} \times \text{Family}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Size}_{i,t} + \beta_6 \text{Capital structure}_{i,t} + \beta_7 \text{Investment}_{i,t} + \beta_8 \text{Ln employee}_{i,t} + \beta_9 \text{Short debt change}_{i,t} + \beta_{10} \text{Firm age}_{i,t} + \beta_{11} \text{Return volatility}_{i,t} + \beta_{12} \text{Ln cash} + \beta_{13} \text{Tangibility} + \beta_{14} \text{Relative Value} + \beta_{15} \text{Dividend payout} + \beta_{16} \text{Nondebt tax shield} + \beta_{17} \text{Tobin's Q} + \varepsilon_{i,t}$$

آمار توصیفی

جدول شماره (۲) آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل را برای کل مشاهده های این پژوهش نشان می دهد. این پارامترها شامل اطلاعات مربوط به شاخص های مرکزی نظیر میانگین، میانه، کمینه و بیشینه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص های پراکندگی همچون انحراف معیار و ضریب چولگی است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای مدل پژوهش

عنوان متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
عملکرد مالی	ROA	۰/۰۵۳۵	۰/۰۵۱۵	۰/۵۲۸۹	-۱/۰۰۵۴	۰/۱۷۵۱	-۱/۳۰۸۵	۱/۹۵۶۱
بحران مالی	CRISIS	۰/۱۳۰۴	۰	۱	۰	۰/۳۳۷۵	۲/۱۹۴۷	۵/۸۱۶۷
مالکیت خانوادگی	FAMILY OWN	۰/۴۵۳۳	۰/۵۰۵۸	۰/۹۷۹۰	۰/۲۱۳۰	۰/۲۸۸۴	-۰/۱۷۰۱	۱/۹۸۰۷
اندازه شرکت	SIZE	۱۳/۰۱	۱۳/۰۴	۱۶/۳۷۴۷	۱۰/۶۳۶۷	۱/۱۸۹۰	۰/۱۰۹۲	۲/۰۴۷۴
مشارج سرمایه ای	INVESTMENT	۰/۰۲۸۳	۰/۰۰۳۳	۰/۶۲۸۶	-۱/۳۴	۰/۱۴۱۶	-۲/۹۱	۳/۳۷
ساختار سرمایه	CAPITAL STRUCTURE	۰/۷۵۵	۰/۶۴۷	۶/۲۰۴۰	۰/۰۸۹۱	۰/۶۶	۱/۴۲	۱/۳۳
تعداد کارکنان	LN EMPLOYEE	۵/۴۱	۵/۳۶	۷/۶۹	۲/۳۹	۰/۸۸	-۰/۳۲	۳/۷۵
بدهی کوتاه مدت	SHORT DEBT CHANGE	۰/۰۵۷۱	۰/۰۵۷	۰/۸۹۵	-۲/۴۳	۰/۲۷۵	-۱/۹۷	۴/۵۶
عمر شرکت	FIRMAGE	۲۶/۴۵	۲۲	۸۰	۹	۱/۷۳	۱/۲۴	۴/۴۶
انحراف بازده	RETURN VOLATILITY	۰/۸۱	۰/۵۲	۳/۸۵	۰	۰/۸۵	۱/۷۶	۵/۴۵
وجه نقد	LNCASH	۹/۰۱	۹/۲۹	۱۲/۵۹	۴/۵۴	۱/۶۴	-۰/۵۴۹	۳/۰۳۴
دارایی نامشهود	TANGIBILITY	۰/۰۰۴۱	۰/۰۰۱۹	۰/۰۴۵۳	۰	۰/۰۰۷۲	۳/۷۳	۱/۴۹۹

عنوان متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
سود تقسیمی	DIVIDEN DPAYOUT	۰/۰۸۳	۰/۰۱۷۹	۳/۱۶۶	۰	۰/۲۴۵۳	۱/۳۰۶۳۸	۱/۳۸۰۶
بدهی بهره دار	NONDEB TTAXSHIELD	۰/۰۷۳۵	۰/۰۲۱۸	۲/۸۲۵	۰	۰/۲۸۶	۱/۰۴۶	۶/۶۳۴
کیو توین	TOBINSQ	۲/۰۰۳۲	۱/۴۹۷۹	۸/۳۸۱	۰/۲۵	۱/۴۸	۲/۰۶	۷/۳۲

منبع: یافته‌های پژوهش

همانطور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود میانگین عملکرد مالی برابر با ۰/۰۵ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر در حول این نقطه تمرکز یافته‌اند، میانه متغیر بحران مالی برابر با صفر است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌های این متغیر کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار می‌باشد و به عبارتی بیشتر از نیمی از شرکت‌ها، در بحران مالی قرار ندارند. در طی قلمرو زمانی پژوهش بیشترین مقدار متغیر مالکیت خانوادگی برابر با ۰/۲۱ بوده و کمترین مقدار این متغیر برابر با ۰/۹۷ است، شاخص‌های پراکندگی به طور کلی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از جمله مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی که شرط مطلوب برای وارد کردن متغیر به مدل رگرسیونی می‌باشد، انحراف معیار است. همان‌طور که در جدول (۲) نیز قابل مشاهده است، انحراف معیار متغیرها صفر نبوده و حائز این شرط می‌باشند. در جامعه آماری مورد بررسی بیشترین و کمترین مقدار این پارامتر برابر با ۱/۷۳ و ۰/۰۷۲ است که به ترتیب مربوط به متغیرهای عمر شرکت و دارایی نامشهود می‌باشد. پارامتر چولگی میزان عدم تقارن منحنی فراوانی متغیر را نشان می‌دهد. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود خواهد داشت. به عنوان مثال ضریب چولگی متغیر اندازه شرکت مثبت و برابر با ۰/۱۰۹۲ می‌باشد، یعنی منحنی فراوانی این متغیر در جامعه مورد بررسی چولگی به راست داشته و به این اندازه از مرکز تقارن انحراف دارد.

نتایج تخمین مدل پژوهش

بر اساس نتایج آزمون F لیمر، مدل پژوهش بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی تخمین زده شد. نتایج حاصل از تخمین این مدل در جدول (۳) ارائه شده است. مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهنده مدل است، برای این مدل احتمال آماره بیشتر از ۰/۰۱ است که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. براساس همین نتایج ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۶۱) نیز مؤید این مطلب است که بین اجزاء اخلاص خود همبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۵۹ است که نشان می‌دهد ۵۹ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود.

جدول (۳): نتایج مربوط به تخمین مدل پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآورد شده	آماره t	سطح معنی داری
بحران مالی	CRISIS	-۰/۱۴۸	-۲/۷۴	۰/۰۰۶۵
مالکیت خانوادگی	FAMILYOWN	-۰/۰۱۰۸	-۰/۳۱۱	۰/۷۵۵۸
اثر تعاملی مالکیت خانوادگی و بحران مالی	CRISIS*FAMILYOWN	۰/۱۲۳	۲/۰۵۳	۰/۰۴۱۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۸	-۱/۲۷	۰/۲۰۴۲
مخارج سرمایه ای	CAPITALSTRUCTURE	-۰/۱۷۴	-۹/۰۶	۰/۰۰۰۰
ساختار سرمایه	INVESTMENT	-۰/۰۴۸	-۱/۳۷	۰/۱۶۹۵
تعداد کارکنان	LNEmployee	۰/۰۲۳	۳/۵۸	۰/۰۰۰۴
بدهی کوتاه مدت	SHORTDEBTCHANGE	۰/۰۷۳	۲/۱۷	۰/۰۳۰۹
عمر شرکت	FIRMAge	۰/۰۰۰۸	۱/۰۸	۰/۲۷۸۰
انحراف بازده	RETURNVOLATILITY	۰/۰۰۴	۰/۴۵	۰/۶۵۰۵
وجه نقد	LNCASH	۰/۰۱۴	۳/۸۲	۰/۰۰۰۲
دارایی نامشهود	TANGIBILITY	-۱/۷۴۴	-۱/۸۹	۰/۰۵۹۷
سود تقسیمی	DIVIDENDPAYOUT	۰/۱۰۴	۶/۷۳	۰/۰۰۰۰
بدهی بهره دار	NONDEBT TAXSHIELD	۰/۰۱۲	۱/۵۵	۰/۱۲۱۳
کیو تو بین	TOBINSQ	۰/۰۰۰۴	۰/۰۷	۰/۹۴۲۱
نقدینگی	RELATIVEVALUE	/۱۱۰	۳/۲۰	۰/۰۰۱۶
عرض از مبدا	C	۰/۰۰۹	۰/۱۳۸	۰/۸۹۰۲
آماره F	۲۲/۳۳	معناداری آماره F	ضریب تعیین	۰/۶۲
آزمون دوربین واتسون	61/1	۰/۰۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۹

منبع: یافته‌های پژوهش

هدف فرضیه اول پژوهش بررسی تاثیر معنی دار بحران مالی بر عملکرد مالی است، بنابراین فرض صفر و مقابل آن بدین صورت است:

فرض صفر: بحران مالی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری ندارد.

فرض مقابل: بحران مالی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد.

همان طور که مشاهده می‌شود، میزان ضریب برآورد شده متغیر بحران مالی برابر با $0/1487$ - می باشد که نشان می‌دهد بحران مالی دارای تاثیر منفی بر عملکرد مالی است، همچنین مقدار آماره t محاسبه شده برای متغیر ذکر شده برابر $2/72$ - (سطح معنی داری برابر با $0/0065$) می‌باشد که نشان می‌دهد رابطه این دو متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنادار می‌باشد، بنابراین بر مبنای احتمال و علامت ضریب برآورد شده متغیر بحران مالی می‌توان تاثیر منفی و معنی دار بحران مالی بر عملکرد مالی را تایید کرد و گفت که هر چه شرکت از لحاظ تاملن مالی در شرایط نامناسبی قرار داشته باشد، عملکرد حاصله شرکت نامناسب می‌گردد و افزایش بحران مالی سبب کاهش عملکرد مالی شرکت می‌گردد، در نتیجه فرضیه اول پژوهش تایید می‌شود.

هدف فرضیه دوم پژوهش بررسی تاثیر مالکیت خانوادگی بر عملکرد مالی است، بنابراین فرض صفر و مقابل آن بدین صورت است:

فرض صفر: مالکیت خانوادگی بر عملکرد مالی تاثیر معناداری ندارد.

فرض مقابل: مالکیت خانوادگی بر عملکرد مالی تاثیر معناداری دارد.

همان طور که مشاهده می‌شود، میزان ضریب برآورد شده متغیر مالکیت خانوادگی برابر با $0/0108$ - می‌باشد که نشان می‌دهد مالکیت خانوادگی دارای تاثیر منفی بر عملکرد مالی است، همچنین مقدار آماره t محاسبه شده برای متغیر ذکر شده برابر $0/31$ - (سطح معنی داری برابر با $0/7558$) می‌باشد که نشان می‌دهد رابطه این دو متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنادار نمی‌باشد، بنابراین بر مبنای احتمال و علامت ضریب برآورد شده متغیر بحران مالی نمی‌توان تاثیر منفی و معنی دار مالکیت خانوادگی بر عملکرد مالی را تایید کرد و در نتیجه فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود.

هدف فرضیه سوم پژوهش بررسی تاثیر معنی دار مالکیت خانوادگی بر رابطه بین بحران مالی و عملکرد مالی است، بنابراین فرض صفر و مقابل آن بدین صورت است:

فرض صفر: مالکیت خانوادگی بر رابطه بین بحران مالی و عملکرد مالی تاثیر معناداری ندارد.

فرض مقابل: مالکیت خانوادگی بر رابطه بین بحران مالی و عملکرد مالی تاثیر معناداری دارد.

همان طور که مشاهده می‌شود، میزان ضریب برآورد شده متغیر اثر تعاملی مالکیت خانوادگی و بحران مالی برابر با $0/1234$ می‌باشد که نشان می‌دهد مالکیت خانوادگی بر رابطه بین بحران مالی و عملکرد مالی دارای تاثیر مثبتی است، همچنین مقدار آماره t محاسبه شده برای متغیر ذکر شده برابر $2/053$ (سطح معنی داری برابر با $0/0413$) می‌باشد که نشان می‌دهد رابطه این دو متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنادار می‌باشد، بنابراین بر مبنای احتمال و علامت ضریب برآورد شده متغیر اثر تعاملی مالکیت خانوادگی و بحران مالی می‌توان تاثیر معنی دار مالکیت خانوادگی بر رابطه بین بحران مالی و عملکرد مالی را تایید نمود، در نتیجه فرضیه سوم پژوهش تایید می‌شود.

بحث و نتیجه گیری

آزمون فرضیه اول پژوهش وجود تاثیر بحران مالی بر عملکرد مالی را مورد بررسی قرار داد. بر مبنای نتایج به دست آمده از فرضیه اول پژوهش رد نشده و می‌توان گفت که بحران مالی بر عملکرد مالی تاثیر منفی و معناداری دارد، این نتایج حاکی از آن است که هر چه شرکت‌ها از لحاظ مالی در مضیقه باشند، میزان سود به دست آمده شرکت کاهش می‌یابد و به عبارتی سود شرکت وابسته به وضعیت مالی شرکت می‌باشد، طبق این نتایج می‌توان گفت که شرکت

های بورس اوراق بهادار تهران در سطح بالایی نیازمند منابع مالی بوده و هر شرکتی که نتواند منابع مالی خود را از بازار تامین نماید، سطح عملکرد آن کاهش می یابد، از طرف دیگر با توجه به اینکه سهامداران، سرمایه گذاری در شرکت ها را برای کسب سود انجام می دهند، انتظار دارند با کسب سود توسط شرکت و نشان دادن عملکرد خوب در بازار، منافع افزایش قیمت را بدست آورند، بنابراین در صورتی که شرکت از لحاظ سودآوری در سطح بهتری عمل نماید، نتایج بیانگر آن است که شرکت مشکلات مالی نداشته و توانایی سرمایه گذاری در پروژه های سودآور را دارا می باشد که در نتیجه آن به افزایش عملکرد مالی منجر می گردد. لازم به ذکر است که نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش هایونگ و همکاران (۲۰۱۷) همخوانی دارد.

آزمون فرضیه دوم پژوهش وجود تاثیر مالکیت خانوادگی بر عملکرد مالی را مورد بررسی قرار داد. بر مبنای نتایج به دست آمده از فرضیه دوم پژوهش رد شده و نمی توان گفت که مالکیت خانوادگی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد، این نتایج حاکی از آن است که هر چه عملکرد شرکت وابسته به نوع مالکیت شرکت در سطح بالا نمی باشد هر چند که در سطح پایین نتایج بیانگر آن است که نوع مالکیت خانوادگی شرکت عملکرد شرکت را کاهش داده چرا که در این نوع شرکت ها مالکان دارای نفوذ یا کنترل بر شرکت می باشند و با انجام معاملات خاص (معاملات با اشخاص وابسته) منافع معاملات را در کنترل خود قرار داده و مانع سودآوری و کسب بازده برای سایر سهامداران می گردند که در نتیجه آن منافع معاملات در فعالیت های شرکت تبلور نمی یابد. لازم به ذکر است که نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش هایونگ و همکاران (۲۰۱۷) همخوانی ندارد چرا که پژوهش ذکر شده به این نتیجه دست یافته بود که مالکیت خانوادگی بر عملکرد مالی تأثیر معنی داری دارد.

آزمون فرضیه سوم پژوهش وجود تاثیر مالکیت خانوادگی بر رابطه بین بحران مالی و عملکرد مالی را مورد بررسی قرار داد. بر مبنای نتایج به دست آمده از فرضیه سوم پژوهش رد نشده و می توان گفت که مالکیت خانوادگی بر رابطه بین بحران مالی و عملکرد مالی تأثیر مثبت و معناداری دارد به گونه ای که وجود این نوع مالکیت در شرکت ها به رابطه ذکر شده در فرضیه اول شدت می بخشد، این نتایج حاکی از آن است که هر چه وجود مالکیت های خانوادگی در شرکت ها سبب می گردد که در دوران بحران مالی، عملکرد شرکت به حداقل رسیده و حتی می تواند زیانده گردد و از طرف دیگر در صورتی که شرکت در موقعیت مناسب مالی قرار داشته باشد و توانایی تامین مالی پروژه های سودآور خود را داشته باشد، مالکان خانوادگی با تمرکز بر شرکت منافع کسب شده را افزایش می دهند و در نتیجه عملکرد شرکت بهتر شده و با فرستادن فرکانس هایی به منزله وجود سودده بودن شرکت قیمت سهام را افزایش داده و در نهایت منافع سهامداران با افزایش قیمت، بیشتر می گردد که این خود به نوعی تایید کننده فرضیه دوم پژوهش نیز می باشد. طبق بررسی های به عمل آمده مشخص کردید که نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش هایونگ و همکاران (۲۰۱۷) همخوانی دارد.

نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد که بحران مالی بر عملکرد مالی تأثیر منفی دارد، بنابراین به سهامداران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود که در شرکت هایی سرمایه گذاری نمایند که از لحاظ مالی و توانایی نقدینگی فعالیت های خود در موقعیت مناسبی بوده و یا در شرکت هایی سرمایه گذاری نمایند که در سال های قبل دارای سود هر سهم بالایی باشند. نتایج فرضیه دوم و سوم پژوهش نشان داد که مالکیت خانوادگی سبب کاهش عملکرد مالی می گردد، بنابراین به سهامداران اقلیت و خرد بازار پیشنهاد می شود که در این نوع شرکت ها

سرمایه گذاری نمایند چرا که سرمایه گذاری در این شرکت ها سبب کاهش سودآوری و سود خالص شرکت در صورت های مالی شده و نشانه خوبی برای بازار سهام نمی باشد.

منابع

فروغی، داریوش و سعید فرزادی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تغییرات جریان های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی. ش ۱، ص ۲۱-۳۶.

قائمی، محمد حسین و علوی، سید مصطفی. (۱۳۹۱). رابطه بین شفافیت اطلاعات حسابداری موجودی نقد. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ص ۶۷-۷۸.

کاشانی پور، محمد و نقی نژاد، بیژن. (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت های تأمین مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد. تحقیقات حسابداری. ص ۷۲.

محمد اکبری. (۱۳۹۴). مدلی برای کنترل موجودی و تولید در شرایط بحران. پژوهش های مدیریت در ایران. دوره ۱۹، شماره ۴، زمستان ۱۳۹۴، صفحه ۴۵-۷۰.

محمد اکبری. (۱۳۹۴). مدلی برای کنترل موجودی و تولید در شرایط بحران. پژوهش های مدیریت در ایران، دوره ۱۹، شماره ۴، زمستان ۱۳۹۴، صفحه ۴۵-۷۰.

محمدی، محمد (۱۳۸۸). «تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت ها در جامعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، (پژوهشگر) فصلنامه مدیریت، ش ۱۴، صص ۸۰-۹۱.

مرادی جواد و باقری موصولو فاطمه. (۱۳۹۴). تأثیر چرخه عمر بر رابطه رشد شرکت و سودآوری شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۷، ص ۹۳-۱۰۷.

مشکی میاوقی، مهدی؛ مریم هاشمی سعادت. (۱۳۹۴). بررسی رابطه حاکمیت شرکتی با احتمال وقوع ورشکستگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش های حسابداری. مقاله ۳، دوره ۵، شماره ۱، تابستان ۱۳۹۴، صفحه ۳۷-۵۸.

مهرانی، ساسان، غلامرضا کرمی، علیرضا ساسانی و قربان اسکندری. (۱۳۹۲). رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام با کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (بر اساس رویکرد مقایسه ای شرکتهای با کیفیت سود بالا و کیفیت سود پایین). دانش حسابرسی سال سیزدهم بهار ۱۳۹۲ شماره ۵۰.

مهرانی، ساسان؛ مرادی، محمد؛ نخعی، منصور؛ مطمئن، محسن. (۱۳۹۲). نقش ویژگی های حسابرس در کیفیت سود. مجله پژوهش های حسابداری مالی، ص ۹۳-۱۰۸.

Acharya, V. Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16, 515-554.

Allayannis, G., Mozumdar, A. (2004). The impact of negative cash flow and influential observations on investment-cash flow sensitivity estimates. *Journal of Banking & Finance* 28,901-930

Allayannis, G., Mozumdar, A., (2004). The impact of negative cash flow and influential observations on investment-cash flow sensitivity estimates. *Journal of Banking & Finance* 28,901-930

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, 59, 1777–804.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, 59, 1777–804.
- Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B., & Weisbenner, S. (2011). Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis, *Critical Finance Review* 1, 3-58
- Ball, R. and Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*. 39, 83-128
- Bao, D. Chan, K., Zhang, W. (2012). “Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings”. *Journal of Corporate Finance*, 18, 690-700.
- Bao, D. Chan, K., Zhang, W. (2012). “Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings”. *Journal of Corporate Finance*, 18, 690-700.
- Baum, C. Caglayan, M. Ozkan, N. and Talavera, O. (2004). The impact of macroeconomic uncertainty on cash holdings for non° financial firms. www.ssrn.com. pp 1-38.
- Bhattacharya, Utpal; Hazem, Daouk; Welker, Michael (2003). The World Pricing of Earnings Opacity, *Accounting Review*, 78, 641–678.
- Braun, M., Larrain, B. (2005). Finance and the business cycle: International, Inter-industry evidence. *Journal of Finance*, 60(3), 1097°1128.
- Campello, M., Graham, J.R., & Harvey, C.R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis, *Journal of Financial Economics* 97, 470-487.



The Impact of Family Ownership on Corporate Performance in a Time of Financial Crisis

Morteza Shahbazi¹

Date of Receipt: 2022/03/23 Date of Issue: 2022/04/23

Abstract

The main purpose of this study is to investigate the effect of family ownership on the company's performance during the financial crisis of companies listed on the Tehran Stock Exchange. In order to achieve this goal, three hypotheses were formulated. To test these hypotheses using the systematic elimination method, a sample consisting of 46 companies was selected from the companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 1389 to 1394 and a multivariate regression model was used using the combined data method. Eviews8 software was also used for statistical analysis. The results of research hypotheses show that family ownership has no significant effect on the financial performance of the company, but the financial crisis has a significant effect on financial performance. In addition, the results indicate that family ownership on the relationship between financial crisis and performance. It has a significant effect.

Keywords

Family ownership, financial performance, financial crisis.

1. Graduated from the Islamic Azad University, Khalkhal Branch, Khalkhal, Iran.

