

تاثیر کنترل خانواده، تضادهای نمایندگی، دارایی های نقدی شرکت بر ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر رسول نظری سفیدان

گروه حسابداری، واحد صوفیان، دانشگاه آزاد اسلامی، صوفیان، ایران.
nazari_sefidan@yahoo.com

حسین گلستان

کارشناس ارشد حسابداری، واحد صوفیان، دانشگاه آزاد اسلامی، صوفیان، ایران. (نویسنده مسئول).
h.goo1366@gmail.com

چکیده

پژوهش حاضر به بررسی رابطه کنترل خانواده، تضادهای نمایندگی، دارایی های نقدی شرکت و ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. این پژوهش از نظر ماهیت و روش توصیفی و از نظر هدف، یک پژوهش کاربردی بوده و از آنجایی که در پژوهش حاضر وضعیت موجود متغیرها با استفاده از جمع آوری اطلاعات، از طریق اطلاعات گذشته مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، در ردیف مطالعات توصیفی و از نوع پس رویدادی گنجانده می شود. در مسیر انجام این پژوهش، دو فرضیه تدوین و ۱۱۳ شرکت از طریق نمونه گیری به روش حذف سیستماتیک برای دوره زمانی ۷ ساله بین ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ انتخاب شده و داده های مربوط به متغیرهای پژوهش بعد از گردآوری در نرم افزار اکسل با استفاده از نرم افزار آماری ایویوز نسخه ۱۰ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان داد: بین کنترل خانواده، تضادهای نمایندگی و دارایی های نقدی شرکت با ارزش شرکت رابطه مستقیم معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: رابطه کنترل خانواده، تضادهای نمایندگی، دارایی های نقدی شرکت، ارزش شرکت.

مقدمه

با گسترش واحدهای تجاری سرمایه گذاران اداره امور واحدهای تجاری خود را به مدیران منتخب سپردند و جهت ترغیب آنها به فعالیت بهتر در راستای منافع مالکین بخشی از حقوق و مزایای ایشان را براساس درصدی از سود و سایر معیارهای عملکردی واحد تجاری قرار دادند، این امر به وجود آورنده انگیزه لازم برای مدیریت در جهت بهینه نمودن منافع خویش و در نتیجه انجام حرکاتی است که در اکثر موارد زیان سرمایه گذار را در بر دارد. وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می تواند به مشکلات و مسائل نمایندگی منتهی شود که براساس نظریه نمایندگی دارای هزینه است. هزینه های نمایندگی^۱ در نتیجه جداسازی مالکیت و کنترل مدیریت به وجود می آید.

در دیدگاه تئوری نمایندگی که بخش عظیمی از تحقیقات را در حوزه حسابداری و مدیریت مالی به خود اختصاص می دهد، فرض بر آن است که مدیران بر اساس منافع شخصی خود عمل می نمایند و منافع سهامداران در اولویت امور قرار نمی گیرد. در تئوری نمایندگی مشکل تضاد منافع با کارگزار دغدغه ای همیشگی برای کارگمار است. براین اساس همواره کارگمار در پی راهی برای حل این مشکل بوده تا به نحوی کارگزار را به اقدام در جهت هدف اصلی هر شرکت یعنی حداکثرسازی منافع کارگماران آن تحریک نماید. بنابراین کارگمار می بایست مخارجی را متحمل گردد تا بتواند

¹ Agency Costs

منافع کارگزار را با خود همسو نماید یا حداقل از اقدامات وی در جهت منافع خودش کسب اطمینان نماید. از آنجا که چنین مخارجی به واسطه انعقاد قرارداد میان کارگزار و کارگزار و شکل گیری رابطه نمایندگی پدید می آید هزینه های نمایندگی نامیده می شود، به عبارت دیگر هرچه هزینه های نمایندگی در یک شرکت افزایش یابند نشان دهنده افزایش شدت تضاد منافع در آن شرکت می باشد. بر این اساس پژوهشگران برای بررسی رابطه نمایندگی به مطالعه هزینه های نمایندگی، به عنوان معیاری پرداخته اند که نه تنها تأییدکننده رابطه نمایندگی و مشکل تضاد منافع است بلکه نشان دهنده میزان تضاد منافع نیز می باشد. در این راستا نظریه پردازان همواره تلاش نموده اند تا با اندازه گیری این هزینه ها رابطه نمایندگی را مطالعه کنند، اما محققان در اندازه گیری هزینه های نمایندگی با مشکل مواجه هستند. در راستای حل این مشکل پژوهشگران انتخاب و استفاده از شاخص یا شاخص‌هایی را پیشنهاد نمودند که خود معرف هزینه های نمایندگی در یک شرکت باشند تا به این طریق بتوانند رابطه نمایندگی و تضاد منافع حاکم بر آن را بررسی کنند (محمدی خوشئی، ۱۳۸۶).

بیان مسأله

نظریه حاکمیت شرکت بر اساس نظریه نمایندگی شکل گرفته است. بر اساس نظریه نمایندگی، بین منافع مدیران و ذی‌نفعان می‌تواند تضاد وجود داشته باشد. در شرکت‌های با سطح پایین نظارت و فاقد ابزارهای نظام‌مند بر تصمیم‌گیری‌های مدیران، مدیران ممکن است در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کنند که در جهت منافع آنها باشد. مالکان به منظور کاهش دادن این تضاد منافع می‌توانند از مکانیسم‌های نظارتی، محرک‌های انگیزشی و ابزارهایی استفاده کنند تا اطمینان یابند که مدیران در جهت منافع مالکان در حرکت هستند. بنابراین، واحدهای تجاری باید سیستم‌های کنترل تصمیم‌گیری، سیستم نظارت مشارکتی، هیات مدیره فعال و وجود اعضای غیر موظف در هیات مدیره را به منظور هم جهت شدن منافع مورد توجه قرار دهند. در صورتی که واحد تجاری دارای سیستم نظارتی ضعیفی باشد، تصمیم‌های مدیریت می‌تواند در جهت منافع ذینفعان نباشد و در این صورت مدیران می‌توانند اعمالی از جمله نگهداری بیش از حد موجودی کالا، پرداخت زودتر بدهی‌ها و دریافت دیرتر طلب‌ها و غیره را انجام دهند که به تضعیف شدن مدیریت سرمایه در گردش و افزایش هزینه‌های نمایندگی منجر شود (رستمی و همکاران، ۱۳۹۳).

در شرکت‌های بزرگ، تفکیک مالکیت و مدیریت، مشکلات نمایندگی را ایجاد کرده است؛ زیرا اهداف سرمایه‌گذاران و مدیران از هم جدا است. اکنون اگر یک سرمایه‌گذار تصمیم بگیرد فعالیتش را در شرکت افزایش دهد، با مشکل سواری رایگان مواجه خواهد شد؛ زیرا سایر سهامداران نیز از تلاش‌های وی برای کنترل مدیریت بهره‌مند می‌شوند. این هزینه کنترل باید تقبل شود و سرمایه‌گذار فعال با افزایش سهام در شرکت، خودش را در معرض تنوع‌سازی کمتری قرار می‌دهد. هلدرنس (۲۰۰۳) بیان می‌کند که دو عامل در ایجاد انگیزه کنترل مؤثر است: (۱) منافع مشترک حاصل از کنترل و (۲) نفع شخصی حاصل از کنترل. در حالی که منافع مشترک حاصل از کنترل، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، نفع شخصی موجب کاهش آن می‌شود و تأثیر معکوسی بر سهامداران جزء دارد. تضادها و نبود توافق‌های مالکان نهادی بانفوذ، ممکن است کارایی ائتلاف آنها را کاهش دهد که این تمرکز مالکیت به مزایای مدیریتی منفی ممکن است منتج شود.

با گسترش واحدهای تجاری سرمایه‌گذاران اداره امور واحدهای تجاری خود را به مدیران منتخب سپردند و جهت ترغیب آنها به فعالیت بهتر در راستای منافع مالکین بخشی از حقوق و مزایای ایشان را براساس درصدی از سود و سایر معیارهای عملکردی واحد تجاری قرار دادند، این امر به وجود آورنده انگیزه لازم برای مدیریت در جهت بهینه نمودن منافع خویش و در نتیجه انجام حرکاتی است که در اکثر موارد زیان سرمایه‌گذار را در بر دارد. وجود تضاد منافع بین

مدیران و سهامداران می‌توانند به مشکلات و مسائل نمایندگی منتهی شود که براساس نظریه نمایندگی دارای هزینه است. هزینه‌های نمایندگی^۱ در نتیجه جداسازی مالکیت و کنترل مدیریت به وجود می‌آید (مجتهدزاده، ۱۳۹۰). طی چهار قرن اخیر، تلاش‌های بسیاری جهت یافتن راه حلی مناسب برای همسو کردن منافع و انگیزه‌های مالک و نماینده صورت گرفته است. کانون تلاش‌های انجام شده در این زمینه، حسابرسی است (حساس یگانه و مرفوع، ۱۳۸۷). حسابرس مستقل به عنوان یک وسیله اجتماعی مهم در محدود کردن قدرت مدیران در روابط قراردادی عمل می‌کند. همچنین می‌توان آن را به عنوان یک ابزار انضباطی مورد اعتماد برای کاهش اختیارات مدیریت نیز در نظر گرفت (خدادی و حاجی زاده، ۱۳۹۰). حسابرسی، ارزیابی مستقلی را در مورد منصفانه بودن اطلاعات مالی و انطباق نتایج عملیات، وضعیت مالی و جریان‌های نقدی با استانداردهای پذیرفته شده حسابداری ارائه می‌کند؛ بنابراین موجب بهبود دقت اطلاعات مالی شده و عدم تقارن اطلاعاتی^۲ و هزینه نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین مدیران شرکت، سهامداران و اعتباردهندگان را کاهش می‌دهد (علوی طبری و همکاران، ۱۳۹۱).

مزایا و معایب متعددی در خصوص کنترل خانوادگی در مقایسه با سایر اشکال ساختار مالکیت بیان می‌شود. به نظر منطقی است که فرض شود، شرکت‌های خانوادگی تمایل دارند سطوح بالاتری از نقدینگی را ذخیره کنند؛ اول آنکه، خانواده‌هایی که شرکت‌ها را کنترل می‌کنند، می‌خواهند کنترل خود را افزایش دهند و شرکت را میراثی برای نسل‌های آینده درون خانواده حفظ کنند (مورک و یانگ، ۲۰۰۳). دیگر آنکه، نقدینگی به عنوان یک سازوکار پوشش ریسک، مانع ورشکستگی احتمالی می‌شود و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش را تضمین می‌کند (لوزانو و دوران، ۲۰۱۶).

شرکت‌هایی که در آنها خانواده بزرگ‌ترین سهامدار است، در مقایسه با سایر شرکت‌ها بیشتر مستعد پیگیری راهبردهای محافظه‌کارانه هستند. علاوه بر این، شرکت‌های خانوادگی توانایی کاهش یا حتی حذف مشکل نمایندگی بین مالکان و مدیران را دارند؛ در عین حال که ممکن است، برخی مزایا را از سهامداران اقلیت دریغ کنند. شرکت‌های خانوادگی نگهداری وجه نقد را راهی برای انباشت ثروت می‌دانند. به دلیل آنکه در شرکت‌های خانوادگی، خانواده به‌طور همزمان سهامدار و مدیر است، توانایی بهتر پیش‌بینی شوک‌های احتمالی آینده نسبت به جریان نقدی را دارند و قادرند سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده را تعیین کنند (لو و بلاک، ۲۰۱۲).

اثر مالکیت خانوادگی بر سرعت تعدیل وجه نقد نگهداری شده در بنگاه خانوادگی جوان از شرکت‌خانوادگی بالغ متفاوت است. بنگاه‌های خانوادگی جوان تلاش می‌کنند وجه نقد نگهداری شده خود را برای رشد سریع‌تر، تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری مناسب و اجتناب از کمبود منابع مالی افزایش دهند. همچنین، به دلیل آنکه بنگاه‌های جوان اغلب با محدودیت‌های مالی روبه‌رو هستند، سطح هدف وجه نقد آنها بالاتر است و با سرعت بیشتری مجبور به تعدیل آن خواهند بود (مسکونگی و همکاران، ۲۰۰۱).

با توجه به مطالب فوق پژوهش حاضر درصدد پاسخگویی به این سوال می‌باشد؛ بین کنترل خانواده، تضادهای نمایندگی، دارایی‌های نقدی شرکت و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چه رابطه‌ای وجود دارد؟

پیشینه ی پژوهش

گیلانی و صفری (۱۴۰۱) به بررسی تاثیر مالکیت دولتی و خصوصی بر ارزش شرکتها به واسطه نقش تعدیل گر اقلام تعهدی غیرعادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این تحقیق از جنبه هدف، از نوع

¹ Agency Costs

² Information Asymmetry

تحقیقات کاربردی بشمار می‌رود، از بعد نحوه استنباط، در گروه تحقیقات توصیفی - همبستگی قرار می‌گیرد. برای گردآوری اطلاعات، تعداد ۱۳۸ شرکت در دوره سالهای ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ به عنوان نمونه آماری از بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردید. فرضیه های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون پانل دیتا و رگرسیون ترکیبی در نرم افزار ایویوز تجزیه و تحلیل گردید. تجزیه و تحلیل فرضیه ها با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان داد مالکیت دولتی تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد، لذا می توان عنوان نمود با افزایش مالکیت دولتی ارزش شرکت افزایش خواهد یافت. مالکیت خصوصی تاثیر معناداری بر ارزش شرکت ندارد. اقلام تعهدی غیرعادی بر رابطه میان مالکیت دولتی و ارزش شرکت تاثیر معناداری ندارد. اقلام تعهدی غیرعادی بر رابطه میان مالکیت خصوصی و ارزش شرکت تاثیر معناداری ندارد.

غفوریان و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی تاثیر مالکیت خانوادگی بر نگره داشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران پرداختند. از میان ۵۲۳ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۱۰۲ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ (۷۱۴ سال شرکت)، مورد بررسی قرار گرفت. برای تحلیل داده ها از نرم افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج نشان داد که هیچ رابطه معناداری میان مالکیت خانوادگی و نگره داشت وجه نقد وجود ندارد و مالکیت خانوادگی رابطه وجه نقد و ارزش شرکت را نیز تعدیل نمیکند.

محقق و ناصری (۱۴۰۰) به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی، دارایی نقدی و ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری مورد استفاده در این پژوهش شامل ۹۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ و با بهره گیری از الگوی رگرسیون چند متغیره مبتنی بر تکنیک داده های تلفیقی مورد آزمون قرار گرفت. جهت گردآوری اطلاعات مورد نیاز از روش کتابخانه ای استفاده میشود. کلیه اطلاعات مالی مورد استفاده در این تحقیق از صورتهای مالی منتشر شده شرکتهای در نرم افزار ره آورد نوین و تصمیمهای مجمع عمومی عادی شرکتهای در سایت کدال بدست می آید. همچنین جهت تجزیه و تحلیل داده ها از روش دادههای تلفیقی با استفاده از نرم افزار ایویوز استفاده شده است. یافته های تحقیق بیانگر این است که در فرضیه اول بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. در واقع هرچه شرکت از حاکمیت شرکتی قوی تری برخوردار باشد، ارزش آن بیشتر خواهد بود. همچنین فرضیه دوم و سوم پژوهش نشان می دهد که بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت؛ و دارایی نقدی بر ارزش شرکت رابطه ی معناداری وجود ندارد. این نتایج نشان می دهد که تنوع ساختار مالکیت و افزایش و کاهش دارایی نقدی شرکت بر ارزش شرکت تاثیر نخواهد داشت.

رفائی و صمدی (۱۴۰۰) به بررسی نقش تعدیل گری هزینه نمایندگی بر رابطه بین انعطاف پذیری مالی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. قلمرو مکانی این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال های بین ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ بوده است. در این تحقیق، میزان هزینه نمایندگی به عنوان متغیر تعدیل گر و انعطاف پذیری مالی به عنوان متغیر مستقل و ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شدند. بر اساس روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک تعداد ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. پژوهش حاضر از نوع تحقیقات توصیفی - علی، بر اساس ماهیت داده ها، از نوع تحقیق کمی و بر اساس اهداف نیز از نوع تحقیق کاربردی به حساب می آید. نتایج تحقیق حاکی از آن بود بین انعطاف پذیری مالی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار وجود دارد. هزینه نمایندگی بر رابطه بین انعطاف پذیری مالی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است.

وحدانی و محمدی (۱۳۹۹) به بررسی تاثیر سیاست تامین مالی بر هزینه نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این تحقیق که از لحاظ هدف کاربردی از لحاظ

ماهیتا، یک تحقیق توصیفی با تاکید بر روابط همبستگی است جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۸-۱۳۹۳ با استفاده از روش حذف سیستماتیک می باشد. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۷۰ شرکت است. فرضیه پژوهش با استفاده از مدل رگرسیونی داده های تابلویی و اثرات ثابت و با به کارگیری نرم افزار ایویوز مورد آزمون قرار گرفت و تاثیر متغیرها به صورت جداگانه مورد بررسی قرار گرفت. یافته های فرضیه اول پژوهش نشان می دهد سیاست تامین مالی بر هزینه نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد تاثیر منفی دارد. هرچه هزینه نمایندگی نقدی آزاد کمتر باشد، سرمایه گذار اطمینان بیشتری می کند و در نتیجه، سرمایه مالی بیشتری برای شرکت ها مهیا می شود. یافته های فرضیه دوم پژوهش نشان می دهد سیاست تامین مالی بر ارزش شرکت تاثیر منفی دارد. این رابطه منفی برای شرکت هایی که سطح اهمرمی بالاتری دارند، شدیدتر است و در آن ها نقش بدهی های بلندمدت بسیار بیشتر از بدهی های کوتاه مدت است.

امینی فرد (۱۳۹۷) به بررسی حق کنترل مزاد، حاکمیت شرکتی و حساسیت های جریان وجوه نقدی پرداختند. در این راستا، تعداد ۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۰ به طور نمونه ای انتخاب گردیدند. به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات در گام اول از آمار توصیفی درجهت چگونگی و وصف متغیرهای تحقیق استفاده شده سپس در جهت آزمون فرضیه ها از تحلیل رگرسیون همبستگی استفاده گردید. بدان معنا که ابتدا اطلاعات مورد نیاز برای انجام محاسبه و سپس آزمون های رگرسیون برای مطالعه رابطه و میزان تاثیر متغیر مستقل (حقوق جریان وجوه نقد، تامین مالی خارجی و مالکیت سهام دار غیر مدیریتی بزرگ) بر متغیر وابسته (افشای اختیاری) شرکت ها مورد تجزیه و تحلیل گرفت. نتایج حاصل از بررسی آزمون ها منجر به رد فرضیه اول و دوم مبنی بر رابطه بین افشای اختیاری و انحراف حقوق جریان وجوه نقد از حق کنترل در شرایط نیاز به تامین مالی گردید و فرضیه سوم مبنی بر تاثیر گذاری درصد سهام داران بزرگ غیر مدیریتی بر رابطه فوق مورد تایید قرار گرفت. نتیجه فرضیه چهارم بیانگر این است که بین حاکمیت شرکتی و افشای سرمایه فکری رابطه معناداری وجود دارد.

گودرزی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تاثیر خوش بینی مدیریت بر انگیزه های نگهداشت وجه نقد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای بررسی فرضیه های این پژوهش نمونه ای مشتمل بر ۱۲۶ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ انتخاب شده است. فرضیه های این پژوهش با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره آزمون شده است. نتایج این پژوهش نشان داد که خوش بینی مدیران تاثیر مثبت معناداری بر رابطه بین فرصت های رشد جریان های نقدی عملیاتی با وجه نقد نگهداری شده دارد. همچنین در مورد تاثیر خوش بینمدیران بر رابطه بین مخارج سرمایه ای با وجه نقد نگهداری شده شواهد معنیداری مشاهده نگردیده است.

مسلمی و سوادکوهی (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر اهرم مالی و هزینه نمایندگی بر جریان نقدی آزاد پرداختند. هدف تحقیق حاضر، بررسی تاثیر اهرم مالی و هزینه نمایندگی بر جریان نقدی آزاد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بوده که در این راستا با نمونه آماری شامل ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵ لغایت ۱۳۹۱ با روش رگرسیون پنل دیتا و نرم افزار Eviews به بررسی هدف تحقیق اقدام شد. یافته ها حاکی از آن است که هزینه نمایندگی بر جریان وجوه نقدی آزاد دارای تاثیر منفی است. ولی اهرم مالی بر جریان نقدی آزاد تاثیر معناداری نداشته است. همچنین نتایج آزمون فرضیات کنترلی نشان داد که سود خالص بر جریان نقدی آزاد تاثیر مثبت، شاخص کیوتوبین و اندازه شرکت بر جریان وجوه نقدی آزاد تاثیر منفی داشته و همچنین ارزش بازار بر جریان نقدی آزاد تاثیر ندارد.

دارابی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی تاثیر هزینه نمایندگی و خوش بینی مدیران بر هموارسازی سود در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش تعداد ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره

زمانی ۱۳۹۱ - ۱۳۸۷ بررسی شده است. جهت آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیونی غیرخطی (لجستیک) استفاده شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد، خوش بینی مدیران بر هموارسازی سود تاثیر معکوس و معنادار دارد و هزینه نمایندگی بر هموارسازی سود تاثیر مستقیم و معناداری دارد.

ریچ و کار (۲۰۲۲) به بررسی کنترل خانواده، تضادهای نمایندگی، دارایی های نقدی شرکت و ارزش شرکت پرداختند. این مطالعه از رگرسیون داده های پانل پویا استفاده می کند که با استفاده از روش دو مرحله ای تعمیم یافته لحظه ها (GMM) در شرکت های هندی طی سال های ۲۰۰۹ - ۲۰۱۸ برای آزمایش پیامدهای کنترل خانواده بر سطوح نقدی یک شرکت برآورد شده است. علاوه بر این، از رگرسیون اثرات ثابت برای تجزیه و تحلیل ارزش گذاری استفاده شده است. نتایج تخمین نشان داد که کنترل خانواده تأثیر منفی بر نگهداری وجه نقد در شرکت های هندی دارد. علاوه بر این، انباشت نقدینگی توسط شرکت های خانوادگی بر ارزش گذاری بازار شرکت تأثیر منفی می گذارد. این یافته ها نشان دهنده تعارض نمایندگی در شرکت های خانوادگی هندی است، یعنی اصطکاک بین مالکان خانواده و منافع سهامداران اقلیت. سهامداران اقلیت بیم دارند که بخشی از ذخایر نقدی توسط اعضای خانواده برای منافع شخصی استفاده شود. بنابراین، آنها ذخایر نقدی را در شرکت های خانوادگی تخفیف می دهند.

بن محمد (۲۰۲۲) به بررسی خوش بینی مدیریتی، حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری و هزینه های نمایندگی: شواهدی از شرکت های داده پانل نزدیک پرداختند. این مطالعه به بررسی جدیدی برای رابطه بین خوش بینی مدیرعامل و حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری (ICF) در حضور اطلاعات نامتقارن و مشکلات هزینه های نمایندگی می پردازد. در این مقاله، ما یک مطالعه تجربی از ICF در بین شرکت های تولیدی NYSE در دوره ۱۹۹۹ - ۲۰۱۰ انجام می دهیم. نتایج ما گزارش می دهد که حساسیت ICF وجود دارد و به ویژه برای شرکت هایی که هزینه های نمایندگی را اداره می کنند، قابل توجه است. این نتیجه برای باتری مدل های مختلف از جمله مفروضات جایگزین و روش های مختلف مبتنی بر مدل Q تنظیم شده و مدل معادله اویلر قوی است. برای مجموعه دیگری از آزمایش ها، ما نشان می دهیم که یک هلدینگ سهامداران بزرگ ممکن است بتواند جریان نقدی سرمایه گذاری ناشی از تعصب خوش بینی مدیران عامل را کاهش دهد.

لوزانو و دوران (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «کنترل خانوادگی و سطح بهینه نگهداشت وجه نقد» نشان دادند، شرکت های خانوادگی دارای سرعت تعدیل در رسیدن به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بالاتر نسبت به شرکت های غیرخانوادگی هستند. این نتیجه در شرکت های خانوادگی جوان و با محدودیت مالی تشدید می شود.

چو و دیگران (۲۰۱۳) طی مطالعه ای به بررسی ارتباط میان سود تقسیمی، ارزش بازار و هزینه های نمایندگی در صندوق های سرمایه گذاری املاک و مستغلات پرداختند. ایشان مطالعه خود را ابتدا با تمام صندوق های سرمایه گذاری املاک و مستغلات کشور آمریکا در بازه زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷ شروع کردند و در ادامه نمونه نهایی آن ها شامل ۲۱۳ صندوق سرمایه گذاری گردید. نتایج آن ها حاکی از آن است که مطابق با تئوری نمایندگی صندوق هایی که با تضادهای نمایندگی بیشتری روبه رو هستند با تقسیم سود اختیاری از ارزش بیشتری برخوردار خواهند شد. آن ها همچنین دریافتند ارزش بازار شرکت هایی که ساختار پیچیده تری داشته و اعضای هیئت مدیره آن ها از درجه استقلال کمتری برخوردارند، با تقسیم سود اضافی افزایش می یابد.

یونو (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین مکانیسم های حاکمیت شرکتی، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار سنگاپور نشان داد، شرکت های با حاکمیت شرکتی قوی، به نگهداشت بالای وجه نقد تمایل دارند. آنچه مهم است، بالاتر بودن ارزش شرکت، نگهداشت وجه نقد مزاد را کاهش نشان می دهد.

به طور میانگین، شرکت‌هایی که ساختار تک‌مالکیتی دارند، با شرکت‌هایی که ساختار مالکیت هرمی دارند، تحت عنوان شرکت‌های فامیلی کنترل داده می‌شوند.

فرضیه های پژوهش

- فرضیه اول: بین کنترل خانواده و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد.
فرضیه دوم: بین تضادهای نمایندگی و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد.
فرضیه سوم: بین دارایی‌های نقدی شرکت و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد.

روش شناسی پژوهش

به منظور جمع آوری داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک‌های اطلاعاتی ره آورد نوین و تدبیر پرداز استفاده خواهد شد. در مواردی که داده‌های موجود در این بانک‌های اطلاعاتی ناقص باشد، به آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار (وب سایت www.rdis.ir) مراجعه خواهد شد. روش گردآوری داده‌ها روش کتابخانه‌ای است. مرحله اول: جهت تدوین تاریخچه، ادبیات موضوعی و مبانی نظری تحقیق از مدارک و پایان نامه‌های موجود در کتابخانه‌ها دانشکده مدیریت علوم و تحقیقات و همچنین از مقالات موجود و پایگاه‌های جستجوی علمی در اینترنت استفاده شده است. مرحله دوم: در این تحقیق برای جمع‌آوری اطلاعات مبانی نظری و ادبیات تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است که از کتب لاتین و فارسی، پایان نامه‌ها و به خصوص مقالات لاتین مجلات معتبر مالی پایگاه‌های اطلاعاتی بدست خواهد آمد.

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. علت انتخاب جامعه آماری امکان دسترسی به داده‌های موجود در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار است. در این پژوهش نمونه مورد مطالعه از طریق روش حذفی سیستماتیک از جامعه آماری انتخاب خواهد شد، به این ترتیب که نمونه آماری متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

۲. در دوره (۷ ساله) مورد بررسی تغییر دوره مالی نداشته باشند.

۳. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.

۴. سهام آن‌ها در بازار معامله شده باشد.

۵. جزء واسطه‌گران مالی، بانک و لیزینگ نباشد.

در نتیجه اعمال شرایط و ملاحظات در نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک ۱۱۳ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمایشها انتخاب شدند.

مدل و متغیرهای پژوهش

مدل اول:

$$\text{Firm value}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Family control}_{it} + \beta_2 \text{Leve}_{it} + \beta_3 \text{AGE}_{it} + \beta_4 \text{Grow}_{it} + \beta_5 \text{ASINT}_{it} + \epsilon_{it}$$

مدل دوم:

$$\text{Firm value}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{agency conflicts}_{it} + \beta_2 \text{Leve}_{it} + \beta_3 \text{AGE}_{it} + \beta_4 \text{Grow}_{it} + \beta_5 \text{ASINT}_{it} + \epsilon_{it}$$

مدل سوم:

$$\text{Firm value}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Cash assets}_{it} + \beta_2 \text{Leve}_{it} + \beta_3 \text{AGE}_{it} + \beta_4 \text{Grow}_{it} + \beta_5 \text{ASINT}_{it} + \epsilon_{it}$$

متغیر وابسته

ارزش شرکت (Firm value)

از نسبت کیوتوبین بعنوان معیار ارزش شرکت استفاده شده است که این نسبت به صورت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (Mve) و ارزش دفتری بدهی ها (bvd) بر ارزش دفتری مجموع دارایی ها (bva) تعریف می شود. تحقیقات پیشین نیز از کیوتوبین به عنوان معیار ارزش شرکت استفاده کرده اند.

$$Q = \frac{Mve + Bvd}{Bva}$$

متغیر مستقل

کنترل خانواده (Family control)

در ادبیات پژوهش بر اساس معیارهای مختلف همانند درصد مالکیت خانوادگی کنترل راهبردی شرکت مشارکت اعضای خانوادگی در فعالیت های روزمره شرکت و مواردی از این قبیل تعریف های مختلفی از شرکتهای خانوادگی ارائه شده است. در این پژوهش به پیروی از مطالعه نمازی و محمدی (۱۳۸۹) شرکتی خانوادگی محسوب میشود 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. شرکتهای غیرخانوادگی نیز شرکتهایی هستند که هیچ یک از شرایط مربوط به شرکتهای خانوادگی را نداشته باشند.

تضادهای نمایندگی (agency conflicts)

جهت سنجش تضادهای نمایندگی از متغیر نسبت هزینه استفاده می شود. نسبت هزینه های عملیاتی (فروش، هزینه های عمومی، اداری و فروش) به کل فروش سالانه (خان و همکاران، ۲۰۱۶).

دارایی های نقدی شرکت (Cash assets)

به پیروی از روش اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) در این روش برای تعیین دارایی های نقدی از نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت بر کل دارایی های شرکت استفاده می کنیم.

مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت

کل دارایی ها

متغیرهای کنترلی

اهرم مالی (LEV_{i,t}) = بیانگر نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها (اهرم مالی) است.

سن شرکت $(AGE_{i,t})$ = بیانگر سن شرکت است (از زمان پذیرش در بورس اوراق بهادار).
اندازه شرکت $(SIZE_{i,t})$ = بیانگر اندازه شرکت است که از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.
جریان نقد $(ASINT_{i,t})$ = شامل جریان های نقدی ورودی شرکت ناشی از فعالیت اصلی شرکت.
نوسان فروش $(Suc_Dec_{i,t})$ = متغیر مجازی کاهش درآمد متوالی که اگر درآمد فروش شرکت طی دو سال متوالی (سال‌های t نسبت به $t-1$ و $t-1$ نسبت به $t-2$) کاهش داشته باشد، برابر یک و در غیراین صورت برابر صفر قرار داده می‌شود.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

معمولاً برای بررسی توصیفی داده‌های جمع‌آوری شده شاخص‌های مرکزی هم‌چون میانگین و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی برای هریک از متغیرهای تحقیق ارائه می‌گردد. در این ارتباط میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد، به طوری که اگر داده‌ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد. چولگی نیز از پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی بوده و شاخص تقارن داده‌هاست. در صورتی که جامعه از توزیع متقارن برخوردار باشد، ضریب چولگی مساوی صفر، در صورتی که جامعه چوله به چپ باشد، ضریب چولگی منفی و در صورتی که دارای چوله به راست باشد، ضریب چولگی مثبت خواهد بود. کشیدگی نیز شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال می‌باشد (مؤمنی و قیومی، ۱۳۹۰).

جدول (۱): شاخص‌های توصیفی و آزمون نرمال برای متغیرهای تحقیق

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	کمیته	بیشینه	تعداد پیکر	معناداری شاپیرو ویلک
ارزش شرکت	۳۰۸۶	۳۰۴۰۱	۲۰۰۶۱	۵۰۲۱۸	۴۱۰۱۹۴	۰۰۶۲۲	۱۳۰۴۱۲	۰۰۰۰
کنترل خانواده	۰۰۲۲۷	۰۰۲۳۷	۰۰۱۵	۱۰۴۸۹	۴۰۶۶۴	۰	۱۰۰۶۶۸	۰۰۰۰
تضادهای نمایندگی	۰۰۰۵۲	۰۰۰۶۰	۰۰۰۳۸	۴۰۸۳۹	۳۳۰۳۳۴	۰۰۰۰۳	۱۳۰۳۵۵	۰۰۰۰
دارایی های نقدی شرکت	۰۰۴۲۳	۰۰۲۲۲	۰۰۴۳۳	۰۰۳۸۴	۲۰۵۵۵	۰۰۰۴۱	۶۰۵۵۰	۰۰۰۰
اهرم مالی	۰۰۵۵۲	۰۰۱۹۳	۰۰۵۶۱	-۰۰۳۵۱	۲۰۶۱۷	۰۰۰۱۲	۴۰۹۹۲	۰۰۰۰
سن شرکت	۲۰۸۶۱	۰۰۵۴۰	۲۰۸۳۳	۱۰۱۳۳	۴۰۳۸۸	۱۰۷۹۱	۹۰۴۷۹	۰۰۰۰
اندازه شرکت	۱۴۰۱۲۰	۱۰۳۸۱	۱۳۰۹۸۵	۰۰۸۱۳	۴۰۶۷۹	۱۰۰۶۷۱	۷۰۸۲۱	۰۰۰۰
جریان نقد	۰۰۲۵۳	۰۰۱۷۸	۰۰۲۱۷	۱۰۰۱	۳۰۶۴۴	۰۰۰۰۰	۸۰۹۳۸	۰۰۰۰
نوسان فروش	۰۰۱۳۱	۰۰۱۳۴	۰۰۱۰۸	۰۰۵۹۷	۳۰۸۳۰	-۰۰۲۱۹	۵۰۹۸۹	۰۰۰۰
آزمون نرمال بودن جملات اخلاص								
نام مدل	آماره	معناداری	نتیجه					
مدل اول	۳۰۹۱۶	۰۰۹۳۸	توزی					
مدل دوم	۳۰۷۱۲	۰۰۴۷۵	نرمال					
مدل سوم	۳۰۷۷۶	۰۰۵۷۲	دارد					

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اندازه شرکت برابر با (۱۴۰۱۲۰) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای ارزش شرکت برابر با ۳۰۴۰۱ برای متغیر تضاد های نمایندگی برابر با ۰۰۶۰ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. سطح معناداری آزمون شاپیرو ویلک نیز کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که متغیرهای پژوهش از توزیع نرمال برخوردار نیستند. طبق قضیه حد مرکزی چنانچه تعداد مشاهدات بیش از ۳۰ مشاهده باشد، نیازی به برقراری فرض نرمال بودن متغیرها نیست. همچنین مشاهده می‌شود که خطاهای مدل از توزیع نرمال برخوردار هستند از این رو نیازی به نرمال بودن یکپایه متغیرها نیست.

بررسی ریشه واحد متغیرهای پژوهش

یکی از نکاتی که بایستی همیشه قبل از برآزش مدل‌ها در نظر داشت بررسی مانایی متغیرهای تحقیق می‌باشد. نامانایی متغیرها یا به عبارتی تصادفی بودن سری زمانی متغیرها منجر به کاذب شدن مدل رگرسیونی برآورد شده می‌گردد. اگر متغیرهای سری زمانی مورد استفاده در برآورد ضرایب مدل ناپایا باشند، در حالیکه هیچ رابطه مفهومی بین متغیرهای مدل وجود نداشته باشد، موجب می‌شود تا استنباط‌های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام گیرد.

جدول (۲): نتایج آزمون مانایی برای متغیرها

هاریس		شرح	
نتیجه	سطح معناداری	آماره	
مانا است	۰.۰۰۰	-۱۲.۱۳۸	ارزش شرکت
مانا است	۰.۰۰۰	-۱۵.۲۳۰	کنترل خانواده
مانا است	۰.۰۰۰	-۴.۴۷۴	تضادهای نمایندگی
مانا است	۰.۰۰۰	-۴.۲۴۵	دارایی های نقدی شرکت
مانا است	۰.۰۰۰	-۷.۱۹۹	اهرم مالی
مانا است	۰.۰۱۵	-۲.۱۵۵	سن شرکت
مانا است	۰.۰۱۲	-۲.۲۳۴	اندازه شرکت
مانا است	۰.۰۰۰	-۶.۰۵۲	جریان نقد
مانا است	۰.۰۰۰	-۱۶.۷۴۸	نوسان فروش
آزمون هم جمع (مانایی جملات خطا)			
نتیجه	سطح معناداری	آماره	نام مدل
مانا است	۰.۰۰۰	-۶.۹۰۸	مدل اول
مانا است	۰.۰۰۰	-۶.۶۹۸	مدل دوم
مانا است	۰.۰۰۰	-۶.۳۷۵	مدل سوم

مشاهده می‌شود که همه ی متغیرها دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشند از این رو مانا هستند. در بررسی جملات اخلاص (هم جمع) مشاهده می‌شود که خطاها دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو مدل به صورت هم جمع مانا است و نیازی به مانایی یکپایه متغیرها نیست.

آزمون اف لیمر

در برآورد مدل پانل دیتا با دو حالت کلی روبرو هستیم. حالت اول این است که عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با مدل پولد دیتا (pool data) مواجه هستیم. حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که به این حالت پانل دیتا (panel data) گفته می‌شود. برای شناسایی دو حالت فوق از آزمونی به نام اف-لیمر استفاده می‌شود. پس در صورتی که سطح معنی‌داری آزمون f از 0.05 کمتر باشد از مدل پانل دیتا و در صورتی که از 0.05 بزرگ‌تر باشد از مدل پولد دیتا استفاده می‌شود. حال با توجه به مدل زیر آزمون F لیمر را برای مدل اول الی چهارم محاسبه می‌شود.

جدول (۳): آزمون اف لیمر

سطح معنی‌داری	آماره	مدل‌ها
۰.۰۰۳	۱.۴۴	مدل اول
۰.۰۰۴	۱.۴۳	مدل دوم
۰.۰۰۴	۱.۴۳	مدل سوم

از آنجا که سطح معنی‌داری این آزمون کمتر از ۵٪ است بنابراین می‌توان نوع داده‌ها را پنل در نظر گرفت.

جدول (۴): آزمون هاسمن

سطح معنی‌داری	آماره	مدل‌ها
۰.۰۲۲	۱۴.۷۹	مدل اول
۰.۰۲۰	۱۴.۹۳	مدل دوم
۰.۰۱۶	۱۵.۵۵	مدل سوم

سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد است از این رو اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی مورد پذیرش قرار می‌گیرند.

آزمون خود همبستگی مانده‌های مدل

در کارهای رگرسیونی فرض می‌شود که خطاهای مشاهده شده دو به دو ناهمبسته هستند. اگر این فرض در اصل درست نباشد، انتظار خواهیم داشت که نمودار مانده‌ها در برابر ترتیب زمان، برای آشکار شدن عدم برقراری این فرض، ما را کمک کند. به رابطه همبستگی یک متغیر با یک دوره قبل خود، خود همبستگی مرتبه اول گویند. خودهمبستگی سریالی رابطه بین متغیر داده شده با خود ولی با یک وقفه در فواصل زمانی مختلف می‌باشد.

جدول (۵): آزمون خودهمبستگی سریالی

سطح معنی‌داری	آماره	شرح
۰.۰۰۸	۷.۲۳۱	مدل اول
۰.۰۰۷	۷.۳۴۱	مدل دوم
۰.۰۰۷	۷.۴۰۲	مدل سوم

همان‌گونه که مشاهده می‌شود مقدار بدست آمده برای سطح معنی‌داری در این آزمون کمتر از 0.05 می‌باشد از این رو در مدل مشکل خودهمبستگی سریالی وجود دارد. که با استفاده از دستور Auto Correlation در نرم افزار استاتاء، این مشکل رفع شده است.

نتایج فرضیه اول

بین کنترل خانواده و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد.

جدول (۶): تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره Z	معناداری	هم خطی
کنترل خانواده	۴.۲۵۳	۱.۵۱۰	۲.۸۲	۰.۰۰۵	۱.۱۳
اهرم مالی	-۱.۴۱۴	۰.۰۲۰	-۶۸.۸۲	۰.۰۰۰	۱.۱۰
سن شرکت	-۰.۵۶۳	۰.۰۰۷	-۷.۸۶	۰.۰۰۰	۱.۰۶
اندازه شرکت	-۰.۰۴۰	۰.۰۰۲	-۱۴.۳۱	۰.۰۰۰	۱.۰۵
جریان نقد	۰.۹۴۹	۰.۰۲۱	۴۳.۴۱	۰.۰۰۰	۱.۰۳
نوسان فروش	۰.۵۳۶	۰.۰۳۰	۱۷.۷۶	۰.۰۰۰	۱.۰۲
عرض از مبدا	۴.۲۸۸	۰.۰۴۷	۹۰.۱۴	۰.۰۰۰	
سایر آماره های اطلاعاتی					
ضریب تعیین تعدیل شده		آماره والد		سطح معناداری آماره والد	
۹۱ درصد		۴۳.۰۸		۰.۰۰۰	
دوربین واتسون		۲.۲۱۸			

نتیجه فرضیه: مشاهده می شود متغیر اندازه کنترل خانواده دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که بین کنترل خانواده و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد. کیفیت برازش مدل: ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۹۱ درصد است که نشان می دهد متغیرهای توضیحی توانسته اند ۹۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. سطح معناداری والد نیز کمتر از ۵ درصد است که نشان می دهد مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آماره دوربین واتسون نیز در بازه ۱.۵ الی ۲.۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد.

نتایج فرضیه دوم

بین تضادهای نمایندگی و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد.

جدول (۷): تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره Z	معناداری	هم خطی
تضادهای نمایندگی	۴.۳۹۲	۱.۵۱۲	۲.۹۰	۰.۰۰۴	۱.۱۴
اهرم مالی	-۱.۴۱۶	۰.۰۲۰	-۶۸.۹۱	۰.۰۰۰	۱.۱۱
سن شرکت	-۰.۰۵۸	۰.۰۰۷	-۸.۰۸	۰.۰۰۰	۱.۱۰
اندازه شرکت	-۰.۰۳۹	۰.۰۰۲	-۱۳.۸۹	۰.۰۰۰	۱.۰۹
جریان نقد	۰.۹۳۹	۰.۰۲۲	۴۲.۲۱	۰.۰۰۰	۱.۰۸
نوسان فروش	۰.۵۳۲	۰.۰۳۰	۱۷.۶۵	۰.۰۰۰	۱.۰۶
عرض از مبدا	۴.۲۸۳	۰.۰۴۷	۹۰.۰۲	۰.۰۰۰	
سایر آماره های اطلاعاتی					
ضریب تعیین تعدیل شده		آماره والد		سطح معناداری آماره والد	
۹۱ درصد		۴۸.۰۴		۰.۰۰۰	
دوربین واتسون		۲.۱۸۴			

نتیجه فرضیه: مشاهده می شود متغیر تضادهای نمایندگی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت بین تضادهای نمایندگی و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد. کیفیت برآزش مدل: ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۹۱ درصد است که نشان می دهد متغیرهای توضیحی توانسته اند ۹۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. سطح معناداری والد نیز کمتر از ۵ درصد است که نشان می دهد مدل برآزش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آماره دوربین واتسون نیز در بازه ۱.۵ الی ۲.۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد.

نتایج فرضیه سوم

بین دارایی های نقدی شرکت و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد.

جدول (۸): تخمین نهایی مدل رگرسیونی سوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره Z	معناداری	هم خطی
دارایی های نقدی شرکت	۴.۳۷۸	۱.۵۰۹	۲.۹۰	۰.۰۰۴	۱.۱۴
اهرم مالی	-۱.۴۱۶	۰.۰۱۷	-۸۲.۹۰	۰.۰۰۰	۱.۱۰
سن شرکت	-۰.۰۵۷	۰.۰۰۵	-۹.۶۱	۰.۰۰۰	۱.۰۶
اندازه شرکت	-۰.۰۴۰	۰.۰۰۲	-۱۷.۳۱	۰.۰۰۰	۱.۰۳
جریان نقد	۰.۹۴۷	۰.۰۱۸	۵۲.۶۰	۰.۰۰۰	۱.۰۳
نوسان فروش	۰.۵۳۲	۰.۰۲۵	۲۱.۲۵	۰.۰۰۰	۱.۰۱
عرض از مبدا	۴.۲۸۶	۰.۰۳۹	۱۰۸.۶۹	۰.۰۰۰	
سایر آماره های اطلاعاتی					
ضریب تعیین تعدیل شده	آماره والد		سطح معناداری آماره والد		
۹۴ درصد	۹۹.۲۶		۰.۰۰۰		
دوربین واتسون	۲.۱۳۴				

نتیجه فرضیه: مشاهده می شود متغیر دارایی های نقدی شرکت دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که بین دارایی های نقدی شرکت و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد. کیفیت برآزش مدل: ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۹۴ درصد است که نشان می دهد متغیرهای توضیحی توانسته اند ۹۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. سطح معناداری والد نیز کمتر از ۵ درصد است که نشان می دهد مدل برآزش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آماره دوربین واتسون نیز در بازه ۱.۵ الی ۲.۵ قرار دارد و نشان از نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل دارد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

تحقیق پیش رو به بررسی رابطه کنترل خانواده، تضادهای نمایندگی، دارایی های نقدی شرکت و ارزش شرکت پرداخته است. جامعه آماری تحقیق حاضر، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۱ می باشد. که پس از اعمال محدودیت های تحقیق تعداد ۱۱۳ شرکت به عنوان نمونه مورد مطالعه در این تحقیق انتخاب شدند. پس از اندازه گیری متغیرهای تحقیق از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی چند متغیره مبتنی بر تکنیک داده های پانل برای آزمون فرضیه های تحقیق استفاده گردید.

فرضیه اول: بین کنترل خانواده و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد. طبق جدول حاصل از آزمون فرضیه: متغیر اندازه کنترل خانواده دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که بین کنترل خانواده و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد.

فرضیه دوم: بین تضادهای نمایندگی و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد. طبق جدول حاصل از آزمون فرضیه: متغیر تضادهای نمایندگی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت بین تضادهای نمایندگی و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد.

فرضیه سوم: بین دارایی های نقدی شرکت و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد. طبق جدول حاصل از آزمون فرضیه: متغیر دارایی های نقدی شرکت دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که بین دارایی های نقدی شرکت و ارزش شرکت رابطه معناداری دارد. در این راستا ریچ و کار (۲۰۲۲) به بررسی کنترل خانواده، تضادهای نمایندگی، دارایی های نقدی شرکت و ارزش شرکت پرداختند. نتایج تخمین نشان داد که کنترل خانواده تأثیر منفی بر نگهداری وجه نقد در شرکت های هندی دارد. علاوه بر این، انباشت نقدینگی توسط شرکت های خانوادگی بر ارزش گذاری بازار شرکت تأثیر منفی می گذارد. این یافته ها نشان دهنده تعارض نمایندگی در شرکت های خانوادگی هندی است، یعنی اصطکاک بین مالکان خانواده و منافع سهامداران اقلیت. سهامداران اقلیت بیم دارند که بخشی از ذخایر نقدی توسط اعضای خانواده برای منافع شخصی استفاده شود. بنابراین، آنها ذخایر نقدی را در شرکت های خانوادگی تخفیف می دهند. لوزانو و دوران (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان کنترل خانوادگی و سطح بهینه نگهداشت وجه نقد نشان دادند، شرکت های خانوادگی دارای سرعت تعدیل در رسیدن به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بالاتر نسبت به شرکت های غیرخانوادگی هستند. این نتیجه در شرکت های خانوادگی جوان و با محدودیت مالی تشدید می شود. شرکت ها به منظور دستیابی به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد درصدد هستند تا با سرعت تعدیل مشخصی به سمت آن حرکت کنند؛ اما دستیابی به این هدف هزینه هایی را به همراه دارد؛ برای مثال، هنگامی که شرکت ها دارای مازاد وجه نقد نسبت به سطح بهینه شان باشند، برای کاهش این انحراف تصمیم به سرمایه گذاری یا تقسیم سود بین سهامداران خواهند گرفت که این تصمیمات هزینه های مالیاتی را برای شرکت همراه خواهد داشت و یا هنگامی که دچار کسری وجه نقد هستند، ناچار به فروش دارایی های جاری یا استقراض و یا انتشار سهام خواهند بود که هزینه های انتشار و بهره شامل این تصمیم گیری آنها می شود؛ بنابراین، به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود با توجه به تأثیر مالکیت شرکت به ویژه از نظر خانوادگی بودن بر سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد، در تصمیم گیری های خود به ساختار مالکیت شرکت توجه کنند.

به مدیران شرکت ها پیشنهاد می شود، برای اینکه بتوانند تعدیلات لازم را برای رساندن موجودی وجه نقد به سطح بهینه با سرعت تعدیل مورد نظر شرکت انجام دهند، می توانند از روش های مختلفی استفاده کنند که به موقعیت فعلی موجودی نقد شرکت بستگی دارد؛ برای مثال، هنگامی که موجودی نقدی شرکت بیش از سطح مطلوب شرکت باشد، می توانند از روش هایی مانند افزایش در پرداخت سود سهام، پاداش های مدیران، هزینه های پژوهش و توسعه، هزینه تبلیغات و یا پرداخت بدهی ها زودتر از موعد سررسید استفاده کنند. از سوی دیگر، در حالتی که ذخایر نقدی از سطح مطلوب کمتر باشد، شرکت ها می توانند از روش های بالا در جهت معکوس و یا صدور سهام جدید و فروش بخش های فرعی خود استفاده کنند.

به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود شرکت های بورسی را بر اساس معیاری جامع از جهت ارزش گذاری شرکت رتبه بندی و در قالب گزارشی افشا کنند.

به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در بررسی شرکت ها وجه نقد شرکت و دارایی های که نقد شوندگی بالاتری دارند را مورد ارزیابی و مقایسه با سایر شرکت های مشابه در صنعت قرار دهند.

منابع

- ✓ دارابی، مریم و خطیری، صابر، ترک زهرانی، علی، (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر هزینه نمایندگی و خوش بینی مدیران بر هموارسازی سود در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس ملی مدیریت و حسابداری، تهران.
- ✓ رستمی، محمدرضا، نوروزی، محمد، صابری، مریم، علی محمدی، میثم، (۱۳۹۱)، بررسی رابطه مدیریت سرمایه در گردش و هزینه های نمایندگی، فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال دوم، شماره دوم، صص ۱۷-۱.
- ✓ رفائی، شیرین، صمدی، فاطمه، (۱۴۰۰)، بررسی نقش تعدیل گری هزینه نمایندگی بر رابطه بین انعطاف پذیری مالی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین همایش ملی مطالعات جدید در کارآفرینی و مدیریت کسب و کار، سمنان.
- ✓ شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پنجمین کنفرانس ملی اقتصاد، مدیریت و حسابداری، اهواز.
- ✓ غفوریان شاگردی، امیر، مرادی، محسن، ربانی، علی، نادرزاد، عاطفه، (۱۴۰۱)، تاثیر مالکیت خانوادگی بر نگه داشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین المللی چالش ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع، مدیریت و حسابداری، چابهار.
- ✓ گیلانی نیای صومعه سرائی، بهنام، محمدعلی نژاد لزرجان، صغری، (۱۴۰۱)، بررسی تاثیر مالکیت دولتی و خصوصی بر ارزش شرکتهای به واسطه نقش تعدیل گر اقلام تعهدی غیرعادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین المللی چالش ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع، مدیریت و حسابداری، چابهار.
- ✓ محقق، محمدرضا، ناصری طاهری، فضا، (۱۴۰۰)، بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی، دارایی نقدی و ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، هشتمین کنفرانس بین المللی مدیریت، حسابداری و توسعه اقتصادی.
- ✓ مسلمی پطروودی، محسن، سوادکوهی، محمد، (۱۳۹۵)، تاثیر اهرم مالی و هزینه نمایندگی بر جریان نقدی آزاد، دومین کنفرانس بین المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار، رشت.
- ✓ وحدانی، محمد، محمدی مهر، جواد، (۱۳۹۹)، بررسی تاثیر سیاست تأمین مالی بر هزینه نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد و ارزش شرکت، پنجمین کنفرانس ملی اقتصاد، مدیریت و حسابداری، تهران.
- ✓ Lau, J., and J.H. Block. (2012). Corporate Cash Holdings and their Implications on Firm Value in Family and Founder Firms. Corporate Ownership and Control, Vol. 9, No. 4, Pp. 309-326.
- ✓ Lozano, M.B. and R.F. Durán. (2016). Family Control and Adjustment to the Optimal Level of Cash Holding. The European Journal of Finance, Vol. 52, No. 2, Pp. 434-448.
- ✓ McConaughy, D.L., Matthews, C.H. and A.S. Fialko. (2001). Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value. Journal of Small Business Management, Vol. 39, No. 1, Pp. 31-49.
- ✓ Morck, R., and B. Yeung. (2003). Agency Problems in Large Family Business Groups. Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 27, No. 4, Pp. 367-382.