

تأثیر مالیکت خانوادگی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

رویا دارابی، Royadarabi110@yahoo.com

دانشیار دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب (نویسنده مسئول)

علی زارعی، acc_zareie@gmali.com

دانشجوی دکتری حسابداری دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب

چکیده- پژوهش‌های پیشین به این موضوع اشاره کرده‌اند که کنترل یا مالیکت خانوادگی به عنوان یک مکانیزم نظارت و با استفاده از مدیریت موثر بر مدیران، به کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند. اما مطالعات دیگر این گونه بیان کرده‌اند که کنترل مالیکت خانوادگی از طریق سلب مالیکت و کنترل ثروت اعضای خانواده به زیان سهامداران اقلیت است که این خود به تنهایی باعث افزایش مشکلات نمایندگی خواهد شد. از این رو، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر سطوح مختلف مالیکت خانوادگی بر ریسک سقوط سهام می‌باشد که برای آزمون فرضیه‌ها داده‌های مربوط به ۹۲ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفت. جهت آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندگانه و الگوی لجستیک استفاده شده است. نتیجه نهایی نشان داد که مالیکت خانوادگی در سطح پراکنده نسبتاً متمرکز و بسیار متمرکز دارای رابطه مستقیم و معناداری با متغیر ریسک سقوط آتی سهام هستند.

واژگان کلیدی: ریسک سقوط سهام، مالیکت خانوادگی، بازده دارایی، اهرم مالی، ارزش بازار به دفتری

مقدمه

در سال‌های اخیر و در ادبیات مالی و اقتصاد، شرکت‌های خانوادگی در کانون توجه قرار گرفته‌اند، چرا که پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که شرکت‌های خانوادگی به طور مستقیم عمومی‌ترین شرکت‌های تجاری در سراسر جهان را اداره می‌کرده‌اند. (بنسن و همکاران^۱، ۲۰۱۷ و ۲۰۱۱؛ فاجیو و لنگک^۲، ۲۰۰۲، لاپورتا و

1- Bennedsen, et.al

2- Faction and Lang

همکاران^۱، ۱۹۹۹). در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، شرکت‌های خانوادگی به شکل سازمان یافته، سهم قابل توجهی را در بازار سرمایه دارا هستند. مطالعات متعددی که در این زمینه انجام شده است تفاوت‌های تملک شرکت‌های خانوادگی را در بین کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه شناسایی کرده است. پورتا و همکاران^۲ (۱۹۹۹) در پژوهش خود یافتند که شرکت‌های خانوادگی، رایج‌ترین نوع یک سازمان اقتصادی در این کشورها محسوب می‌شوند.

اگرچه شرکت‌های خانوادگی حضور فعال و قابل توجهی در میان شرکت‌های سهام عام دارند، اما شرکت‌های خانوادگی با شرکت‌های غیرخانوادگی تفاوت‌هایی دارند. با توجه به تئوری نمایندگی، مالکان و سهامداران شرکت‌های خانوادگی، در مقایسه با انواع دیگر سهامداران در شرکت‌های دیگر تلاش‌های بیشتری را برای نظارت بر مدیران انجام می‌دهند. در نتیجه در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی این موضوع نشان می‌دهد که موضوع مدیرمالک، در شرکت‌های خانوادگی کمتر شایع است و این به خاطر عدم تقارن اطلاعاتی کمتر بین سهامداران و مالکان این نوع شرکت‌هاست. اما موضوعی که تصور می‌شود در شرکت‌های خانوادگی شدیدتر باشد این است که در شرکت‌های خانوادگی، مالکان ممکن است انگیزه و توانایی منافع شخصی را بر هزینه‌ی سهامداران اقلیت ارجحیت دهند که این موضوع می‌تواند برای ارزش‌های شرکت مضر تلقی شود. (چونگ و همکاران^۳، ۲۰۰۶)

علاوه بر این، مالکیت و کنترل در شرکت‌های خانوادگی از یکدیگر جدا نیست. به عبارت دیگر، در شرکت‌های خانوادگی، مالکان، هم سهم بزرگی از حقوق صاحبان سهام را در اختیار دارند و هم مدیران شرکت‌های خود هستند و کنترل عمده‌ی شرکت را در دست دارند. در شرکت‌های غیرخانوادگی، مالکیت در میان سهامداران کوچک پراکنده شده و نقش نظارت در میان مدیران حرفه‌ای متمرکز شده است. در نتیجه، این اختلاف به تفاوت در سبک‌های مدیریتی، سطح انگیزه در میان بنیانگذاران، ارزش‌های خانوادگی و فرآیند تصمیم‌گیری منجر می‌شود. (دیلی و دالینگر^۴، ۱۹۹۲، چوآ و همکاران^۵، ۲۰۰۳)

1- La Porta, et.al

2- Porta, et.al

3- Cheung, et.al

4- Daily and Dollinger

5- Chua, et.al

اما از سوی دیگر براساس تئوری نمایندگی، می‌توان خطر اخلاقی را نتیجه‌ی تملک شرکت‌ها به صورت خانوادگی دانست. روش پرداخت سود سهام در شرکت‌های خانوادگی دیدگاه‌هایی را فراهم می‌آورد که به واسطه‌ی این دیدگاه‌ها، سهامداران داخلی یا سهامداران کنترل^۱ می‌توانند مالکیت خانوادگی را از شرکت‌ها سلب نمایند. زمانی که خطر سلب مالکیت در شرکت‌های خانوادگی به وجود می‌آید، سهامداران اقلیت می‌توانند شرکت‌ها را مجبور به پرداخت سود سهام بیشتری نمایند.

پرداخت سود سهام را در اصل می‌توان بازگشتی دانست به تمام سهامداران نسبت به مالکیتی که نسبت به کل سهام شرکت‌ها دارند. پرداخت سود سهام منابع نقدی موجود در شرکت‌ها را کاهش می‌دهد که ممکن است این کاهش منابع به طریقی به غیر از پرداخت سود سهام صورت گیرد (لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۰). پرداخت سود سهام یک مکانیزم نظارتی است که نقش بنیادی در شرکت‌ها ایفا می‌کند و باعث سلب مالکیت فردی در شرکت‌ها می‌شود و در واقع این پرداخت به این دلیل باعث سلب مالکیت فردی در شرکت‌ها می‌شود که به واسطه‌ی آن، ثروت شرکت‌های بزرگ از انحصار افراد خارج می‌شود (فاجیو و همکاران، ۲۰۰۱).

در پژوهش‌ها، مالکیت خانوادگی به عنوان اثر متقابل بر هزینه‌های نمایندگی به ثبت رسیده است در حالی- که برخی از مطالعات (مانند پیندادو و همکاران، ۲۰۱۲؛ یوشیکاوا و راشد، ۲۰۱۰) به این موضوع اشاره کرده‌اند که کنترل یا مالکیت خانوادگی به عنوان یک مکانیزم نظارت و با استفاده از مدیریت موثر بر مدیران، به کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند. اما مطالعات دیگر این گونه بیان کرده‌اند که کنترل مالکیت خانوادگی از طریق سلب مالکیت و کنترل ثروت اعضای خانواده به زیان سهامداران اقلیت است که این خود به تنهایی باعث افزایش مشکلات نمایندگی خواهد شد. (فاجیو و همکاران، ۲۰۰۱؛ فاجیو و لنگ، ۲۰۰۲). ویلالونگا و امیت^۵ (۲۰۰۶) بیان می‌کنند که مالکیت خانوادگی در مقایسه با مالکیت غیرخانوادگی انگیزه‌ی بیشتری برای نظارت و سلب مالکیت به وجود می‌آورد. مطالعات گذشته به صورت بسیار محدود چگونگی

۱- سهامدار کنترل کننده، سهامداری است که بیش از نیمی از سهام شرکت را داراست و به واسطه آن مدیریت را کنترل می‌نماید.

2- Faccio, et.al

3- Pindado, et.al

4- Yoshikawa and Rasheed

5- Villalonga and Amit

تاثیر مالکیت خانوادگی بر پرداخت سود سهام را از نظر هزینه‌های نمایندگی بررسی کرده‌اند. (چن و همکاران^۱، ۲۰۰۵؛ ستیا آتماجا^۲، ۲۰۰۹ و ۲۰۱۰؛ ستیا آتماجا و همکاران، ۲۰۰۹).

شواهد تجربی موجود از بررسی پیامدهای پرداخت سود سهام ناشی از مالکیت خانوادگی نتایجی نشان نمی‌دهد و این موضوع هنوز مورد بررسی قرار نگرفته است. شرکت‌های کنترل شده‌ی خانوادگی در کشورهای پیشرفته‌ی آمریکایی یا اروپایی پرداخت سود سهام بالاتری نسبت به کشورهای آسیایی دارند (فاجیو و همکاران، ۲۰۰۱) و این موضوعی است که باعث می‌شود سلب مالکیت خانوادگی در کشورهای آسیایی بسیار پررنگ‌تر از کشورهای اروپایی یا آمریکایی باشد. مطالعات چن و همکاران (۲۰۰۵) در هنگ-کنگ نشان دادند که رابطه‌ی طبیعی بین پرداخت سود سهام و مالکیت خانوادگی بستگی به سطح پراکندگی مالکیت دارد. از سوی دیگر هاو و همکاران^۳ (۲۰۰۸) بیان کرده‌اند که ارتباط بین سلب مالکیت بالقوه و پرداخت سود سهام در شرکت‌های خانوادگی بسیار قوی‌تر است.

با توجه به مطالب بیان شده و با توجه به اینکه رابطه‌ی بین ریسک سقوط قیمت سهام و مالکیت خانوادگی در ایران مورد بررسی قرار نگرفته، می‌توان این سوال را بیان کرد که شرکت‌های خانوادگی در ریسک سقوط قیمت سهام چه تاثیری می‌توانند داشته باشند؟

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

اهمیت شرکت‌های خانوادگی در دنیای اقتصاد به حدی است که چیزی حدود ۳۵ درصد (۱۷۵ شرکت) از ۵۰۰ شرکت بزرگ آمریکایی از نوع شرکت‌های خانوادگی می‌باشند (امیدوار، ۱۳۸۹) به همین منظور در بسیاری کشورها، شاخص‌های متعددی برای تعریف این گونه شرکت‌ها ارایه گردیده است و پژوهشگران در سال‌های اخیر به دلیل اهمیت این شرکت‌ها پژوهش‌های مختلفی را در مورد این شرکت‌ها انجام داده‌اند. در ایران، متأسفانه به دلیل شفافیت کم، اطلاعات افشاشده در مورد ماهیت و مالکیت شرکت‌ها و به تبع آن عدم تشخیص و تفکیک شرکت‌های خانوادگی (شرکت‌هایی که یک یا چند خانواده به خصوص در اجرای سیاست‌های کلی و راهبردی شرکت، نقش کلیدی ایفا می‌کنند) تاکنون تحقیقات زیادی در مورد این گونه شرکت‌ها صورت نگرفته است. از طرفی به دلیل اهمیت سود به عنوان یکی از اساسی‌ترین ابزارهای تصمیم

1- Chen,et.al

2- Setia-Atmaja

3- How,et.al

گیری سرمایه‌گذاران و وجود مقوله‌ی مدیریت سود به عنوان ابزاری برای دستکاری سود توسط مدیران، این پژوهش کوشش می‌کند تا ابتدا شرکت‌های خانوادگی را تعریف و شناسایی نموده و سپس پرداخت سود در این شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دهد.

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. طبق پژوهش‌های انجام شده، مشخص شده اگر میزان سهم مدیران از حدی بیشتر باشد، می‌تواند این انگیزه را در آنها ایجاد کند تا وضعیت مالی و عملکرد مطلوب‌تری را ارایه دهند، همچنین سهامداران عمده نیز می‌توانند از طریق کنترل رفتار مدیران بر روی تصمیمات و فعالیت‌های شرکت تأثیرگذار باشند. (نمازی و محمدی، ۱۳۸۸)

لاوسن و وانگ (۲۰۱۶)، تأثیر اطلاعات سود سهام نقدی بر ارزیابی حسابرس از ریسک دستکاری سود مشتریان خود را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد حساب‌برسان حق‌الزحمه کمتری از مشتریانی که سود سهام پرداخت می‌کنند نسبت به مشتریانی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند درخواست می‌کنند. همچنین سود سهام نقدی کیفیت سود گزارش شده مشتریان را تضمین می‌کند وقتی آنها سود پایدارتری گزارش می‌کنند.

تونگ و میائو (۲۰۱۱)، پیام‌دهی وضعیت پرداخت سود سهام درباره‌ی کیفیت سود را مورد مطالعه قرار دادند. آنها از اقلام تعهدی اختیاری، انحراف معیار خطای اندازه‌گیری اقلام تعهدی و قدرمطلق خطای اندازه‌گیری اقلام تعهدی و ارتباط سود با بازده به عنوان چهار معیار کیفیت سود بهره بردند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که شرکت‌های دارای وضعیت عادی در پرداخت سود سهام در مقایسه با شرکت‌های دارای وضعیت غیرعادی در پرداخت سود سهام، قدرمطلق اقلام تعهدی اختیاری کمتر، انحراف معیار و قدرمطلق خطای اندازه‌گیری اقلام تعهدی کمتر و ارتباط سود با بازده بالاتری هستند. به طور کلی شرکت‌های پرداخت کننده سود سهام در مقایسه با شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند دارای کیفیت سود بالاتری بودند. به این ترتیب تونگ و میائو عنوان نمودند که وضعیت پرداخت سود سهام نشانه و شاخصی از کیفیت سود است.

گیل و همکاران^۱ (۲۰۱۰) در پژوهش خود تحت عنوان «عوامل تعیین کننده نسبت پرداخت سود سهام در ایالات متحده» به دنبال یافتن عوامل تعیین کننده نسبت پرداخت سود در شرکت‌های تولیدی و خدماتی آمریکایی می‌باشند. آنها داده‌های مورد نیاز خود را از صورت‌های مالی ۵۰۰ شرکت در سال ۲۰۰۷ به دست آوردند و با استفاده از این داده‌ها در قالب یک مدل رگرسیون چندگانه به این نتیجه رسیدند که برای نمونه

1- Gill

کل نسبت پرداخت سود سهام تابعی از حاشیه شود، رشد فروش، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، و مالیات است و برای شرکت‌ها در صنایع خدماتی نسبت پرداخت سود سهام تابعی از حاشیه سود، رشد فروش و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام است.

نمازی و محمدی (۱۳۸۹) در پژوهش خود تحت عنوان "بررسی کیفیت سود و بازده شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، ۳۹ شرکت خانوادگی و ۷۹ شرکت غیرخانوادگی را طی دوره زمانی ۵ ساله مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین کیفیت سود مبتنی بر نسبت «وجه نقد عملیاتی به سود خالص» و همچنین نسبت «انحراف معیار سود عملیاتی به انحراف معیار وجه نقد عملیاتی» در شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی، تفاوت معناداری وجود ندارد. با بررسی کیفیت سود در شرکت‌های خانوادگی و رابطه‌ی آن با درصد مالکیت خانوادگی، مشخص گردید که بین کیفیت سود مبتنی بر نسبت «وجه نقد عملیاتی به سود خالص» با میزان مالکیت خانوادگی و همچنین نسبت «انحراف معیار سود عملیاتی به انحراف معیار وجه نقد عملیاتی» با میزان مالکیت خانوادگی، رابطه‌ی معناداری وجود دارد. افزون بر این، بین میانگین بازده سهام شرکت‌های خانوادگی با میانگین بازده سهام شرکت‌های غیرخانوادگی، تفاوت معنی‌داری وجود ندارد.

خواجوی و اسحاقی (۱۳۹۳) در پژوهش خود با عنوان "بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی بر محافظه‌کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، ۳۰ شرکت خانوادگی و ۱۱۲ شرکت غیرخانوادگی را طی بازه‌ی زمانی ۱۲ ساله مورد بررسی قرار دادند. نتیجه‌ی پژوهش آنان حاکی از عدم وجود تفاوت معنادار محافظه‌کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی است. همچنین آنان وجود تفاوت معنادار محافظه‌کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی را مورد تأیید قرار دادند. با توجه به مطالب مذکور در بخش مساله اصلی تحقیق و پاسخ به سوالات پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل ارائه می‌شود:

- مالکیت خانوادگی در سطح پراکنده، رابطه‌ی معناداری با ریسک سقوط سهام خواهد داشت.
- مالکیت خانوادگی در سطح نسبتاً متمرکز، رابطه‌ی معناداری با ریسک سقوط سهام خواهد داشت.
- مالکیت خانوادگی در سطح بسیار متمرکز، رابطه‌ی معناداری با ریسک سقوط سهام خواهد داشت.

روش پژوهش

پس از اجرای مرحله تحقیق کتابخانه‌ای و میدانی، کلیه اطلاعات موردنیاز شرکت‌ها از طریق بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزارهای کدال و ره‌آورد نوین و سامانه معاملاتی بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است. (به منظور بررسی صحت داده‌ها، تطابق بین داده‌های نرم‌افزار و صورت‌های مالی انجام گرفت.) داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار Excel آماده و سپس با استفاده از نرم‌افزار STATA نسخه ۱۴ نهایی انجام گرفته است.

مدل ریاضی و متغیرهای پژوهش

$$CrashRisk_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 PFO - Less5_{j,t} + \beta_2 PFO - To33_{j,t} + \beta_3 PFO - More33_{j,t} + \beta_4 RET_{j,t} + \beta_5 SIZE_{j,t} + \beta_6 MB_{j,t} + \beta_7 LEV_{j,t} + \beta_8 ROA_{j,t} + \varepsilon_{jt}$$

که در آن:

• متغیر وابسته:

$CrashRisk_{j,t}$: معیار اول اندازه‌گیری ریسک سقوط سهام به شرح زیر است:

طبق تعریف هاتن و همکاران (۲۰۰۹) و کیم و همکاران (۲۰۱۱) اگر قیمت سهم شرکتی در دوره تحت بررسی دچار کاهش شدید شده باشد، قیمت سهم آن شرکت در آن دوره سقوط کرده است. از آنجا که ممکن است کاهش‌های شدید قیمت سهم در نتیجه کاهش عمومی قیمت‌ها در بازار باشد، باید به وضعیت عمومی بازار نیز توجه داشت و کاهش شدید بازده سهم را باید در مقایسه با بازدهی بازار معنی کرد. به همین منظور برای محاسبه بازده خاص شرکت از مدل رگرسیونی سری زمانی به شرح رابطه زیر استفاده خواهد شد:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t}$$

در این رابطه R_i معرف بازدهی ماهانه شرکت، R_m معرف بازدهی ماهانه بازار و t معرف ماه‌های سال است. باقیمانده‌های رابطه بالا بازده خاص شرکت نسبت به بازار را نشان می‌دهند که برای نزدیک کردن توزیع آن‌ها به توزیع نرمال از رابطه زیر استفاده خواهد شد:

$$W_{it} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$$

در این رابطه W_{it} معرف بازده خاص شرکت است. طبق این تعریف با فرض نرمال بودن توزیع بازده‌های خاص، دوره سقوط دوره‌ای است که طی آن بازده خاص شرکت، ۳/۰۹ انحراف معیار کمتر از میانگین بازده خاص آن باشد. در این پژوهش مطابق با کیم و همکاران (۲۰۱۱) اگر شرکت در سال یکبار دوره سقوط را

تجربه کرده باشد، مقدار آن برابر یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود (در نتیجه از آنجایی که متغیر وابسته دو وجهی می‌باشد باید از رگرسیون لجستیک جهت برازش استفاده نمود).

معیار دوم اندازه‌گیری ریسک سقوط سهام به شرح زیر است:

مدل دوم برای محاسبه سقوط قیمت سهام چولگی منفی بازده ماهانه خاص شرکت را مدنظر قرار می‌دهد که از طریق مدل زیر محاسبه می‌شود:

$$NCSKEW_{it} = - [n(n-1)^{3/2} \Sigma Wit] / [(n-1)(n-2)(\Sigma Wit)^{3/2}]$$

که در آن N تعداد بازده ماهانه مشاهده شده برای شرکت در هر سال و Wit بازده شرکت در سال t است.

• متغیر مستقل:

مالکیت خانوادگی^۱: در این پژوهش میزان (درصد) مالکیت خانوادگی متغیر مستقل خواهد بود. بعد از اینکه شرکت‌ها خانوادگی مشخص شدند، آنها را براساس پژوهش چن و همکاران (۲۰۰۵) به سه دسته‌ی مالکیت خانوادگی در سطح پراکنده، مالکیت خانوادگی در سطح نسبتاً متمرکز و مالکیت خانوادگی در سطح بسیار متمرکز دسته‌بندی خواهیم کرد.

در صورتی که شرکت‌های خانوادگی مالک کمتر از ۵ درصد سهام باشند، مالکیت خانوادگی در سطح پراکنده خواهد بود. در صورتی که شرکت‌های خانوادگی مالک ۵ تا ۳۳ درصد سهام باشند، مالکیت خانوادگی در سطح نسبتاً متمرکز خواهد بود. و در صورتی که شرکت‌های خانوادگی مالک بیش از ۳۳ درصد سهام باشند، مالکیت خانوادگی در سطح بسیار متمرکز خواهد بود.

• متغیرهای کنترلی

$RET_{j,-1}$: بیانگر میانگین بازده ماهانه شرکت است.

$SIZE_{j,-1}$: بیانگر اندازه شرکت بوده که از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

$MB_{j,-1}$: بیانگر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری خالص دارایی‌های شرکت است.

$LEV_{j,-1}$: بیانگر اهرم مالی بوده که از طریق نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

$ROA_{j,-1}$: بیانگر بازده دارایی‌ها بوده که از طریق نسبت سود یا زیان به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

جامعه و نمونه آماری

قلمرو مکانی این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ آن‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. روش نمونه‌برداری در این پژوهش مبتنی بر روش غربالی (حذف پراساس محدودیت‌های مطرح شده در تحقیق) است. بدین ترتیب شرکت‌های جامعه آماری که شرایط زیر را دارا بودند به عنوان نمونه آماری انتخاب و مابقی حذف شده‌اند. نمونه انتخابی شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شرایط زیر را دارند:

۱. شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشند.
۲. شرکت‌هایی که دارای توقف معاملاتی بیش از شش ماه نباشند.
۳. شرکت‌هایی که معاملات آن‌ها در بورس اوراق بهادار دارای تداوم باشد و حذف نشده باشند.
۴. تاریخ پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال مالی ۱۳۹۰ باشد.
۵. بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ تغییر سال مالی نداشته باشند.
۶. اطلاعات مالی موردنیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی مورد بررسی به طور کامل ارائه کرده باشند.

یافته‌های پژوهش

جدول شماره یک، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
ریسک سقوط سهام	۴۶۰	۰.۱۳۴۷	۰.۳۴۱۸	۰	۱
مالکیت خانوادگی پراکنده	۴۶۰	۰.۰۵۶۵	۰.۲۳۱۱	۰	۱
مالکیت خانوادگی نسبتاً متمرکز	۴۶۰	۰.۰۴۵۶	۰.۲۰۸۹	۰	۱
مالکیت خانوادگی بسیار متمرکز	۴۶۰	۰.۰۳۲۶	۰.۱۷۷۸	۰	۱
بازده سهام	۴۶۰	۰.۱۱۳۷	۳.۴۸	۳.۴۸	۹.۴۸
اندازه شرکت	۴۶۰	۱۳.۷۶	۱.۵۱	۱.۵۱	۱۹.۷۲
ارزش بازار به دفتری	۴۶۰	۸.۶۶	۹.۳۰	۹.۳۰	۵۷.۷۲
اهرم مالی	۴۶۰	۰.۸۸۰	۰.۱۰۴۵	۰.۱۰۴۵	۰.۹۳۹۳
بازده دارایی‌ها	۴۶۰	۰.۲۶۳۸	۰.۲۷۱۶	۰.۲۷۱۶	۰.۹۷۵۹

در جدول (۴-۱)؛ 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 بازده دارایی‌ها برابر با (۲۶٪) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. همچنین میانگین متغیر ریسک سقوط سهام برابر با ۱۳ درصد است که بیانگر این مطلب است، ۱۳ درصد از شرکت‌های مورد مطالعه با ریسک سقوط قیمت سهام روبرو هستند که این مورد طی جداول توزیع فراوانی نیز به نمایش گذاشته شده است. مینیمم و ماکزیمم، به ترتیب کمترین و بیشترین عدد متغیر در جامعه آماری را نشان می‌دهد. برای مثال مقدار مینیمم و ماکزیمم متغیر اهرم مالی به ترتیب برابر با صفر و ۰٫۹۳۹۳ می‌باشد. 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 متغیر ارزش بازار به دفتری برابر با ۹٫۳۰ و برای متغیر اهرم مالی برابر با ۱۰۴۵ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند.

جدول شماره ۲، توزیع فراوانی متغیر ریسک سقوط سهام

شرح	فراوانی	توزیع فراوانی
شرکت‌های بدون ریسک سقوط سهام	۳۹۸	۸۶٫۵۲
شرکت‌های دارای ریسک سقوط سهام	۶۲	۱۳٫۴۸
جمع کل	۴۶۰	۱۰۰

طبق نتایج جدول شماره ۲، از بین ۴۶۰ شرکت - سال مورد بررسی، تعداد ۶۲ شرکت (معادل ۱۳ درصد) دارای ریسک سقوط سهام هستند.

جدول شماره ۳، توزیع فراوانی متغیر مالکیت خانوادگی پراکنده

شرح	فراوانی	توزیع فراوانی
شرکت‌های بدون مالکیت خانوادگی در سطح پراکنده	۴۳۴	۹۴٫۳۵
شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی در سطح پراکنده	۲۶	۵٫۶۵
جمع کل	۴۶۰	۱۰۰

طبق نتایج جدول شماره ۳، از بین ۴۶۰ شرکت - سال مورد بررسی، تعداد ۲۶ شرکت (معادل ۵ درصد) دارای مالکیت خانوادگی پراکنده هستند.

جدول شماره ۴، توزیع فراوانی متغیر مالکیت خانوادگی نسبتاً متمرکز

شرح	فراوانی	توزیع فراوانی
شرکت‌های بدون مالکیت خانوادگی نسبتاً متمرکز	۴۳۹	۹۵,۴۳
شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی نسبتاً متمرکز	۲۱	۴,۵۷
جمع کل	۴۶۰	۱۰۰

طبق نتایج جدول شماره ۴، از بین ۴۶۰ شرکت - سال مورد بررسی، تعداد ۲۶ شرکت (معادل ۵ درصد) دارای مالکیت خانوادگی نسبتاً متمرکز هستند.

جدول شماره ۵، توزیع فراوانی متغیر مالکیت خانوادگی بسیار متمرکز

شرح	فراوانی	توزیع فراوانی
شرکت‌های بدون مالکیت خانوادگی بسیار متمرکز	۴۳۹	۹۵,۴۳
شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی بسیار متمرکز	۲۱	۴,۵۷
جمع کل	۴۶۰	۱۰۰

طبق نتایج جدول شماره ۴، از بین ۴۶۰ شرکت - سال مورد بررسی، تعداد ۲۱ شرکت (معادل ۵ درصد) دارای مالکیت خانوادگی نسبتاً متمرکز هستند.

آزمون کفایت متغیرهای کنترلی

قبل از اینکه به آزمون مدل پژوهش پرداخته شود، ابتدا باید کفایت مدل با متغیرهای کنترلی آزموده شود. به این معنی که آیا کیفیت مدل با اضافه کردن متغیرهای کنترلی بهبود می‌یابد یا خیر؟ به این منظور کفایت مدل با متغیرهای کنترلی و مدل بدون متغیرهای کنترلی ارزیابی می‌شود. از معیارهای آکائیک برای تعیین کفایت متغیرهای کنترلی استفاده شده است.

جدول شماره ۶، نتایج آزمون کفایت متغیرهای کنترلی

فرضیه‌ها	شرح	آکائیک
مدل پژوهش	بدون متغیرهای کنترلی	۱۳۸
	با متغیرهای کنترلی	۱۳۱

همانطور که جدول ۶ نشان می‌دهد، مقادیر آکائیک در حالت با متغیرهای کنترلی (یعنی با اضافه کردن متغیرهای کنترلی به مدل) بهتر از حالت بدون متغیرهای کنترلی (یعنی مقدار آن کمتر است) است و به معنای آن است که متغیرهای کنترلی باعث بهبود مدل شده و نیازی به حذف آنها نیست.

جدول شماره ۷، تخمین نهایی مدل ریاضی پژوهش

نام متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
مالکیت پراکنده	۶,۵۶	۸۰۰۸	۸,۲۰	.۰۰۰
مالکیت نسبتاً متمرکز	۵,۶۲	۷۳۷۴	۷,۶۳	.۰۰۰
مالکیت بسیار متمرکز	۶,۲۷	۸۴۸۸	۷,۳۹	.۰۰۰
بازده سهام	۵۰۱۶	۳۱۳۴	۱,۶۰	.۱۰۹
اندازه شرکت	-۲۶۸۲	۱۸۳۶	-۱,۴۶	.۱۴۴
ارزش بازار به دفتری	۰۰۹۶	۰۳۴۰	۰,۲۸	.۷۷۶
اهرم مالی	-۱۰,۱۷	۳,۴۲	-۲,۹۷	.۰۰۳
بازده دارایی‌ها	۱۹۵۴	۸۹۱۰	۰,۲۲	.۸۲۶
عرض از مبدا	-۸۹۰۰	۲,۶۴	-۰,۳۴	.۷۳۶
سایر مقادیر و معیارهای اطلاعاتی				
ضریب تعیین (مکفادن)	۰,۶۸۸۰			
مقدار LR	۲۵۰,۲۵			
سطح معناداری LR	۰,۰۰۰			

متغیر مالکیت پراکنده دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این‌رو در سطح معناداری ۹۵ درصد فرضیه اول مورد پذیرش قرار می‌گیرد و می‌توان گفت که بین مالکیت خانوادگی پراکنده و ریسک سقوط سهام رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. متغیر مالکیت نسبتاً متمرکز دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این‌رو در سطح معناداری ۹۵ درصد فرضیه دوم مورد پذیرش قرار می‌گیرد و می‌توان گفت که بین مالکیت خانوادگی نسبتاً متمرکز و ریسک سقوط سهام رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. متغیر مالکیت بسیار متمرکز دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این‌رو در سطح معناداری ۹۵ درصد فرضیه سوم مورد پذیرش قرار می‌گیرد و می‌توان گفت که بین مالکیت

خانوادگی بسیار متمرکز و ریسک سقوط سهام رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. از بین متغیرهای کنترلی، متغیر اهرم مالی دارای رابطه معکوس و معنادای با ریسک سقوط سهام می‌باشد.

ضریب تعیین برابر با ۶۸ درصد است که نشان می‌دهد متغیرهای موجود در مدل توانسته‌اند، ۶۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند همچنین سطح معناداری آماره LR کمتر از ۵ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

جدول شماره ۸، خلاصه یافته‌های پژوهش

عنوان فرضیه	نوع رابطه	نتیجه
مالکیت خانوادگی در سطح پراکنده، رابطه‌ی معناداری با ریسک سقوط سهام خواهد داشت.	+	پذیرش
مالکیت خانوادگی در سطح نسبتاً متمرکز، رابطه‌ی معناداری با ریسک سقوط سهام خواهد داشت.	+	پذیرش
مالکیت خانوادگی در سطح بسیار متمرکز، رابطه‌ی معناداری با ریسک سقوط سهام خواهد داشت.	+	پذیرش

نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات

هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر سطوح مختلف مالکیت خانوادگی بر ریسک سقوط سهام می‌باشد. از آنجائی که متغیر وابسته از نوع متغیر کیفی (صفر و یک) بود از این رو از الگوی رگرسیون لجستیک جهت برازش مدل ریاضی پژوهش استفاده شد که نشان داد تمام سطوح مالکیت خانوادگی باعث بروز ریسک سقوط سهام شده و دارای رابطه مستقیمی با آن می‌باشند. با توجه به تئوری نمایندگی، مالکان و سهامداران شرکت‌های خانوادگی، در مقایسه با انواع دیگر سهامداران در شرکت‌های دیگر تلاش‌های بیشتری را برای نظارت بر مدیران انجام می‌دهند. در نتیجه در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی این موضوع نشان می‌دهد که موضوع مدیر مالک، در شرکت‌های خانوادگی کمتر شایع است و این به خاطر عدم تقارن اطلاعاتی کمتر بین سهامداران و مالکان این نوع شرکت‌هاست. اما موضوعی که تصور می‌شود در شرکت‌های خانوادگی شدیدتر باشد این است که در شرکت‌های خانوادگی، مالکان ممکن است انگیزه و توانایی منافع شخصی را بر هزینه‌ی سهامداران اقلیت ارجحیت دهند که این موضوع می‌تواند برای ارزش‌های شرکت مضر تلقی شود. در این پژوهش مشاهده شد که مالکیت خانوادگی باعث کاهش ریسک سقوط قیمت سهام آتی نمی‌شود و این مورد

می‌تواند به این دلیل باشد که مالکیت خانوادگی در شرکت‌های مورد بررسی، بسیار ضعیف می‌باشد به طوری- که فقط ۵ درصد از سهام شرکت‌های مورد بررسی، در دست مالکان خانوادگی می‌باشد و ۹۵ درصد غیرخانوادگی است. در راستای انجام پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود:

- دانشجویان و محققان رشته حسابداری و مدیریت مالی، موضوع پژوهش حاضر را به تفکیک صنایع انجام دهند تا نتیجه فرضیه‌ها در سطح هر صنعت مشخص شود.
- به تحلیلگران بازار سرمایه نیز پیشنهاد می‌شود در تحلیل‌ها و پیش‌بینی‌های خود از ریسک سقوط سهام، عامل مالکیت خانوادگی را نیز دخیل بدانند.

منابع

۱. اعلمی‌فر، ساناز (۱۳۹۴) "تأثیر نقدشوندگی سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام" پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
۲. حاجی‌ها، زهره، اخلاقی، حسنعلی (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت" فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت - ۶ (۱۷)، صص. ۷۴-۵۹
۳. فروغی، داریوش، قاسم‌زاد، پیمان. (۱۳۹۴). تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام. دانش حسابداری مالی " (۲)، صص ۷۱-۵۵.
۴. فروغی، داریوش؛ امیری، هادی و منوچهر میرزایی، (۱۳۹۰)، تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳ (۴)، صص ۱۵-۴۰.
۵. صادقی شریف، سیدجلال و بهادری، حجت. (۱۳۸۸) بررسی تأثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۱۱، ص ۶۱-۸۰.
۶. بیابانی، شاعر. رضی کاظمی، ستاره (صغرا). (۱۳۹۲) ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال ششم، شماره بیستم.
۷. جعفری سرشت، داوود. (۱۳۸۹). بررسی ترکیب مطلوب سهامداری در بازار سرمایه. گزارش پژوهشی مدیریت توسعه و مطالعات اسلامی بورس اوراق بهادار تهران.

۸. محمدی، شاپور و قالیباف‌اصل، حسن و مشکي، مهدی. (۱۳۸۸). بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۸، صفحه ۶۹-۸۸.
۹. خواجهی، شکرا... و اسحاقی، احمد (۱۳۹۳) "بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی بر محافظه‌کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز. دوره‌ی ششم، شماره‌ی دوم، پاییز و زمستان، پیاپی ۳۰۶۷، صص ۸۶،۵۳
۱۰. مهرآذین، علیرضا و قبدیان، بشیر و فروتن، امید و تقی‌پور، محمد (۱۳۹۱) "مالکیت خانوادگی، غیرخانوادگی شرکت‌ها و مدیریت سود. فصلنامه‌ی دانش حسابرسي. سال سیزدهم، شماره‌ی ۱۴، پیاپی ۵۲
۱۱. نمازی، محمد و محمدی، محمد (۱۳۸۹) "بررسی کیفیت سود و بازده شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز. دوره‌ی دوم، شماره‌ی دوم، پاییز و زمستان، پیاپی ۳۰۵۹، صص ۱۹۴،۱۵.
۱۲. کمیته تدوین استانداردهای حسابداری (۱۳۸۶)، تهران: سازمان حسابرسي، ۴۴۸-۴۴۶.
۱۳. نمازی، محمد و محمدی، محمد (۱۳۸۹). بررسی کیفیت سود شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری (مجله علوم اجتماعی و انسانی سابق)، شماره ۵۹/۳، ص ۱-۲۶.
14. Adler, p.s.& Kwon, S.W.(2002). Social Capital: Prospects for a new concept. Academy of Management Review, 27(1): 17-40.
15. Andres, C.(2008). Large shareholders and firm performance- An empirical examination of founding-family ownership. Journal of Corporate Finance, 14(4): 431-445.
16. Ang, J.S., Cole, R.A., & Lin, J.W,(2000). Agency costs and ownership structure. Journal of Finance, 55(1): 81-106.
17. Amidu, Mohammed, and Joshua Abor (2006). Determinants of DividendPayout Ratios in Ghana, The Journal of Risk Finance, Vol. 7 No. 2 pp.136-145.
18. Arregle, J.L., Hitt, M. , Siemon., & Very, P.(2007). The development of organizational social capital: Attributes of family firms. Journal of Management Studies, 44(1): 73-95.

19. Blau Benjamin, Fuller Kathleen. Flexibility and dividends, Journal of corporate Finance, 2008,14:133-152.
20. Chang, x. and y. chen "Stock Liquidity and Stock Price Crash Risk"working paper, online. WWw, Ssrn. Com
21. Chen, J., Hong, H., Stein, J. (2001). Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices, Journal of Financial Economics, 61 (3): 345-381.
22. Chen,x. Zhans F. Zhang .s. (2015), CEO Duality and stock price crash risk, , Available at: www.ssrn, com
23. Dang, W. A., Lee, E. Liu, y. , Zeng, C. (2016). Does debt maturity affect stock price crash risk? Available at: www.ssrn. Corn