

Investigating the Effect of Concentrated Ownership in Family and Non-Family Firms on the Performance of Companies Listed in Tehran Stock Exchange

Hamed Shirvani¹, Afsaneh Soroushyar²

Abstract

The purpose of this research is to examine the effect of ownership concentration in non-family firms and family firms (both with a family and nonfamily CEO) and also the impact of family ownership on the firm performance. The research sample includes 125 companies Listed in Tehran Stock Exchange in the period of 2008-2016 and the regression models are estimated using panel data. The results showed that ownership concentration have no effect on performance (both of return on assets and Tobin-q) in family firms (with family and nonfamily CEO) and non-family firms. The research result also indicates family firms with family CEO and family firms with non-family CEO has not any significant effect on performance.

Keywords: Ownership Concentration, Major Shareholder, Firm Performance, Family Ownership and Non-Family Ownership.

JEL: G32, G32, M12, G32, G32.

-
- 1 . Master of Science in Finance and Risk Management ,Department of Financial Engineering and Risk Management, Shahid Ashrafi Institute of Higher Education, Isfahan, Iran, Email: hamedshirvani1370@gmail.com
 - 2 . Assistant Professor of Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran, Corresponding Author, Email: a_soroushyar@yahoo.com

راهبرد مدیریت مالی

سال هفتم، شماره بیست و چهارم
بهار ۱۳۹۸
صص ۱۸۴-۱۶۵

دانشگاه الزهرا (س)

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی
تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۱۰/۰۳
تاریخ تصویب: ۱۳۹۷/۱۲/۲۲

بررسی تأثیر تمرکز مالکیت در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی

بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران^۱

حامد شیروانی^۲ و افسانه سروش یار^۳

چکیده

پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر تمرکز مالکیت در شرکت‌های غیر خانوادگی و نیز شرکت‌های خانوادگی (با مدیرعامل خانوادگی و غیر خانوادگی) بر عملکرد شرکت و نیز بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت‌ها انجام گرفته است. بدین منظور نمونه‌ای شامل ۱۲۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ انتخاب و مدل رگرسیون پژوهش با استفاده از داده‌های تابلویی برازش شده است. نتایج پژوهش نشان دهنده عدم تأثیر معنادار تمرکز مالکیت بر عملکرد (بازده دارایی‌ها و کیوتوبین) در شرکت‌های خانوادگی (با مدیرعامل خانوادگی و مدیرعامل غیر خانوادگی) و نیز شرکت‌های غیر خانوادگی می‌باشد. نتیجه دیگر پژوهش بیانگر این است که مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی تأثیری معنادار ندارد. همچنین شواهدی مبنی بر تأثیرگذاری مالکیت خانوادگی بر عملکرد در شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی یافت نشد.

واژه‌های کلیدی: تمرکز مالکیت، سهامدار عمده، عملکرد، مالکیت خانوادگی و مالکیت غیر خانوادگی.

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2018.14742.1327

۲. کارشناس ارشد مهندسی مالی و مدیریت ریسک، دانشگاه غیر انتفاعی شهید اشرفی اصفهانی، اصفهان، ایران.

Email: hamedshirvani1370@gmail.com

۳. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران، نویسنده مسئول

Email: a_soroushyar@yahoo.com

جدایی مدیریت از مالکیت بحث نظارت بر عملکرد مدیران را به دغدغه‌ای مهم برای سرمایه‌گذاران تبدیل کرده است. این موضوع باعث ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی شدید و غیر شفاف شدن عملکرد شرکت و عدم اطمینان از آن خواهد شد. در یک مالکیت پراکنده نظارت کمتری بر عملکرد مدیران صورت می‌پذیرد و نتیجه عدم نظارت، کاهش عملکرد شرکت است. دو راه حل برای نظارت در شرکت‌ها تمرکز مالکیت و خانوادگی شدن شرکت است. در یک مالکیت متمرکز سهامداران عمده تمایل دارند نظارت مستمری بر مدیران شرکت داشته باشند تا بدین طریق هم باعث افزایش ارزش شرکت شده و هم بر مشکلات نمایندگی فائق آیند (حامدی و هینین^۱، ۲۰۱۵). معمولاً سهامداران عمده در کلیه شرکت‌ها توازن قدرت را به سمت خودشان سوق می‌دهند و با قدرتی که به دست می‌گیرند بر تصمیم‌های شرکت تأثیر می‌گذارند.

در شرکت‌های خانوادگی معمولاً اعضای یک یا چند خانواده اکثر سهام شرکت را در اختیار و اغلب در مدیریت ارشد شرکت اشتغال دارند. در این حالت، ممکن است کنترل در دستان یک خانواده متمرکز شود و یا بین چند خانواده تقسیم گردد (ماسیس و همکاران^۲، ۲۰۱۳). از این رو به نظر می‌رسد تمرکز مالکیت و خانوادگی شدن شرکت‌ها ممکن است عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. اگرچه در شرکت‌های خانوادگی تعهد و وفاداری به میزان بیشتری وجود دارد، لیکن ممکن باعث تغییر ساختار انگیزشی سازمان شود به گونه‌ای که مشکلات نمایندگی بزرگ‌تری را موجب گردد (چالز و همکاران^۳، ۲۰۰۱). از سوی دیگر در صورتی که مدیرعامل از اعضای خانواده انتخاب شود خود می‌تواند مزایا و معایبی داشته باشد. در حالی که استفاده از مدیرعامل خانوادگی باعث تمرکز و کنترل بیشتر عملیات شرکت می‌شود، ممکن است شرکت را از بهره‌مندی از مدیران حرفه‌ای محروم سازد. از این رو بررسی چگونگی تأثیرگذاری تمرکز مالکیت و نیز مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت می‌تواند بینشی برای سرمایه‌گذاران و مدیران فراهم سازد. اگرچه پژوهش‌های زیادی در خصوص تأثیر ساختار مالکیت و نیز تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت انجام شده است (از جمله پژوهش هشی و علیخانی (۱۳۹۴)، رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲) و مشایخ

1 . Hamadi and Heinen

2 . Massis et al.

3 . Schulze et al.

و عبداللهی (۱۳۹۰)) لیکن در کشور ما نقش اشتغال و یا عدم اشتغال مالکان خانوادگی در سمت مدیریت بر عملکرد شرکت مورد بررسی قرار نگرفته است. بر این اساس پژوهش حاضر بر آن است تا اولاً به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های خانوادگی (با مدیرعامل خانوادگی و غیر خانوادگی) و نیز شرکت‌های غیر خانوادگی بپردازد. ثانیاً تأثیر مالکیت خانوادگی (با مدیرعامل خانوادگی و غیر خانوادگی) را بر عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار دهد. ساختار مقاله چنین سازماندهی شده است که ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش ارائه می‌گردد. سپس فرضیه‌ها و روش پژوهش جهت آزمون فرضیه‌ها مطرح می‌گردد. در ادامه یافته‌های پژوهش و در نهایت به ارائه نتیجه‌گیری و پیشنهاد‌های پژوهش پرداخته می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

همراه با توسعه پژوهش‌های مربوط به تعریف و ماهیت شرکت، انبوهی از نظریات مربوط به ارزیابی عملکرد شرکت‌ها شکل گرفته‌اند. یافتن راهکارهای کنترل عملکرد شرکت‌ها که عموماً به انواع مالکیت سهام شرکت‌ها مربوط می‌شود مسئله مهمی است که پرداختن به آن افزایش ثروت سهامداران را در پی خواهد داشت. تئوری نمایندگی بر این فرض استوار است که مدیران به عنوان نماینده مالکان، تمایل دارند منافع شخصی خود را دنبال کنند که ممکن است برخلاف منافع مالکان باشد. در نتیجه شرکت باید هزینه‌های نمایندگی را در جهت سامان دادن به عملکرد مدیر متحمل گردد. این هزینه‌ها شامل هزینه نظارت توسط برخی مالکان، هزینه‌های همسوسازی منافع مدیر و مالکان و نیز زیان‌های ناشی از اختلاف‌های همیشگی بین تصمیماتی که ثروت مالکان را حداکثر می‌سازد و تصمیماتی که واقعاً توسط مدیر اتخاذ می‌شود، می‌باشد (ماسیس و همکاران، ۲۰۱۳).

کسب حق مالکیت به وسیله مدیران و نظارت به وسیله سهامدار عمده دوراهی است که به شکل بالقوه می‌تواند مسئله نمایندگی را کاهش و ارزش شرکت را افزایش دهد. حق مالکیت عمده به وسیله مدیران منافع آن‌ها را با منافع سایر سهامداران هم راستا می‌کند، به طوری که مدیریت محرکی برای دنبال کردن فعالیت‌های حداکثر کننده ارزش دارد. وجود سهامداران عمده نیز می‌تواند میزان نظارت را افزایش یا آن را بهبود بخشد (صادقی و رحیمی، ۱۳۹۱).

به اعتقاد شلیفر و ویشنی^۱ (۱۹۸۶) در یک مالکیت گسترده هیچ یک از سهامداران کوچک انگیزه‌ای برای نظارت بر مدیریت شرکت ندارند زیرا در این صورت هر شخصی که بخواهد نظارت کند باید هزینه‌های مرتبط را پردازد و این در حالی است که بقیه سهامداران نیز از منافع آن استفاده می‌کنند. آنان بیان داشتند چون تمامی سهامداران از منافع فعالیت‌های نظارتی سهامدار نظارت‌کننده بدون هزینه بهره‌مند می‌شوند لذا سهامداران عمده انگیزه لازم برای نظارت را دارند. در واقع هر قدر سهم یک سهامدار از شرکت کمتر باشد منافع حاصل از نظارت بر رفتار مدیر کمتر خواهد بود؛ بنابراین تمرکز در سهام، نظارت بیشتر بر رفتار مدیر و کاهش فرصت‌طلبی را به همراه خواهد داشت. به عبارت دیگر سهامداران عمده شرکت از قدرت رأی‌دهی خود در جهت نظارت فعال بر عملیات شرکت و تصمیم‌گیری استفاده می‌نمایند.

راه دیگری که باعث کاهش هزینه‌های نظارت خواهد شد خانوادگی شدن شرکت است. مالکیت خانوادگی از دو جنبه منافی را برای شرکت به دنبال دارد. اولاً، تمرکز مالکیت در دستان یک خانواده به طور ضمنی بیانگر وجود قدرت و انگیزه اقتصادی برای نظارت دقیق‌تر بر عملکرد مدیر است که این خود کاهش هزینه‌های نمایندگی را به دنبال دارد (ماسیس و همکاران^۲، ۲۰۱۳). ثانیاً، مالکیت خانوادگی نوعاً با جهت‌گیری بلندمدت همراه است که به صورت تمایل خانواده به انجام کسب و کار سالم تر و قوی‌تر برای نسل‌های بعد بروز می‌کند (لومکین و بریگام^۳، ۲۰۱۱). علی‌رغم مزایای ذکر شده، مالکیت خانوادگی مشکلاتی نیز به همراه دارد. افزایش مالکیت خانوادگی بدین معناست که سهم بالایی از ثروت شخصی به شرکت گره خورده است. در این شرایط مالکان خانوادگی مایل هستند که مبالغ کمتری را به سرمایه‌گذاری‌های دارای عدم اطمینان بالا اختصاص دهند (اندرسون و ریب^۴، ۲۰۰۳). این امر ممکن است تصمیمات سرمایه‌گذاری ضعیف و اجتناب از سرمایه‌گذاری‌های پرریسک بلندمدت را به همراه داشته باشد (چالز و همکاران، ۲۰۰۳).

میشرا و همکاران^۵ (۲۰۰۲) اولین کسانی بودند که تأثیر مالکیت خانوادگی بر کنترل و ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آنان دریافتند که در شرکت‌های با مالکیت خانوادگی ارزش شرکت به صورت معناداری از شرکت‌های با مالکیت غیرخانوادگی بیشتر است. مک کوناگی و

1 . Shleifer and Vishny
2 . Fama and Jensen
3 . Lumpkin and Brigham
4 . Anderson and Reeb
5 . Mishra et al

همکاران^۱ (۲۰۰۱) اندرسون و ریب (۲۰۰۳) ریسک و ارزش شرکت‌های خانوادگی و عملکرد شرکت را بررسی کرده و دریافتند که شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی عملکرد بهتری از خود نشان داده‌اند. بررسی رابطه بین پراکندگی سهامداران و عملکرد شرکت به مطالعه برل و مینز^۲ (۱۹۳۲) برمی‌گردد.

فاما و جنسن (۱۹۸۳) نشان دادند که علاوه بر بحث مالکیت خانوادگی، اتخاذ تصمیمات اثربخش به میزان زیادی وابسته به مدیران است. به کارگیری مدیرانی از بین مالکان خانوادگی ممکن است دانش و چشم‌انداز مدیران ارشد را محدود کرده و مانع اتخاذ تصمیمات بهینه شود. همچنین تعداد افراد خانواده که مایل به پذیرش مدیریت شرکت هستند اندک است و اغلب برای تکمیل تیم مدیریت باید از مدیران خارج از شرکت استفاده نمود. در مقابل استفاده از مدیران خارجی متخصص در صنعت، دستیابی به اطلاعات و منابع را بهبود می‌بخشد (ماسیس و همکاران، ۲۰۱۳).

اگرچه تأثیر مالکیت خانوادگی بر عملکرد مورد بررسی قرار گرفته است، لیکن تأثیر تمرکز مالکیت بر عملکرد در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی کمتر مورد توجه قرار گرفته است. چنین به نظر می‌رسد که تمرکز مالکیت در شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی تأثیر متفاوتی بر عملکرد داشته باشد. براساس مبانی نظری مطرح شده پژوهش حاضر درصدد پاسخ به این دو پرسش است که آیا تمرکز مالکیت در شرکت‌های خانوادگی (با مدیرعامل خانوادگی و غیر خانوادگی) تأثیری بر عملکرد شرکت دارد؟ و اینکه آیا مالکیت خانوادگی (با مدیرعامل خانوادگی و غیر خانوادگی) تأثیری بر عملکرد شرکت دارد؟ برخی پژوهش‌های انجام شده در خصوص مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکت در ادامه ارائه شده است.

وانگ و شیلر^۳ (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای تحت عنوان "رابطه مالکیت خانوادگی و عملکرد مالی در بازارهای نوظهور" با استفاده از داده‌های مربوط به شرکت‌های فعال در کشورهای مختلف و با به کارگیری تکنیک‌های متاآنالیز نشان دادند که تمرکز مالکیت خانوادگی موجب بهبود نظارت بر عملکرد مدیران شده و با ایجاد توازن بین منافع سهامداران عمده و اقلیت باعث بهبود عملکرد شرکت در بازارهای نوظهور می‌گردد.

1 . Mcconaughey et al
2 . Berle and Means
3 . Wang and Shailer

بلانکو-مازاگیتوز و همکاران^۱ (۲۰۱۶) در پژوهشی اثر تضادهای نمایندگی بین مالکان خانوادگی فعال در مدیریت شرکت و مالکان غیرفعال را بر عملکرد شرکت در بین شرکتهای اسپانیایی مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش نشان داد که مدیران دارای مالکیت خانوادگی و نیز مکانیسم‌های حاکمیت خانوادگی تأثیری مثبت بر عملکرد و نیز نسل‌های بعدی شرکت دارد. نتیجه دیگر پژوهش از تأثیر مثبت کنترل مستقیم مالکان غیرفعال بر مالکان خانوادگی فعال حکایت می‌کند.

حامدی و هینین (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان "عملکرد شرکت زمانی که مالکیت بسیار متمرکز است با رویکرد پانل نیمه پارامتریک" به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت پرداختند. در این پژوهش چنین نتیجه‌گیری شد که تمرکز مالکیت در کل نمونه (مجموع خانوادگی و غیر خانوادگی) بر عملکرد شرکت تأثیر مثبتی دارد و در شرکتهای غیرخانوادگی نیز تأثیر آن مثبت است. این در حالی است که تأثیر تمرکز مالکیت در شرکتهای خانوادگی بر عملکرد منفی می‌باشد. ماسیس و همکاران^۲ (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر پراکندگی مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکتهای با اندازه‌های کوچک و متوسط ایتالیا پرداختند. همچنین در این پژوهش تأثیر اشتغال مالکان خانوادگی در سمت مدیریت ارشد نیز به عنوان متغیر تعدیل‌گر بر رابطه فوق مورد مطالعه قرار گرفته است. نتایج به‌دست آمده حاکی از این است که رابطه منحنی شکل بین مالکیت خانوادگی، اشتغال در سمت مدیریت ارشد و عملکرد شرکت وجود دارد.

اوکوتونگور^۳ (۲۰۱۱) به پژوهشی تحت عنوان "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت" در شرکتهای کشور کنیا پرداخت. در این پژوهش ۱۴۶ شرکت با استفاده از روش داده‌های تابلویی برای دوره ۶ ساله مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. وی دریافت که بین ساختار مالکیت متمرکز و مالکیت دولتی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و منفی وجود دارد و از سوی دیگر بین ساختار مالکیت پراکنده و مالکیت شرکتی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.

مارگاریت و سیلاکی^۴ (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان "رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت با رویکرد ناپارامتریک" رابطه بین ساختار مالکیت را با عملکرد برای شرکتهای فرانسوی

1 . Blanco-Mazagatos et al.

2 . Massis et al.

3 . Okothongore

4 . Margaritis and Psillaki

با استفاده از رویکرد تحلیل داده‌های ناپارامتریک مورد آزمون قرار دادند تا بتوانند عملکرد شرکت را با مرز بهینه مورد نظر مقایسه کنند. نتایج نشان داد که مالکیت متمرکز، بدهی بیشتر در ساختار سرمایه را در پی دارد اما بین انتخاب نوع مالکیت و نوع اهرم ارتباط معنی داری وجود ندارد. ترک^۱ (۲۰۰۸) در پژوهشی با عنوان "رابطه بین ساختار مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکت" برای بررسی رابطه بین ساختار مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکت از داده‌های ۲۷۵ شرکت آلمانی برای دوره ۷ ساله با استفاده از روش داده‌های تابلویی استفاده نمودند. وی به این نتیجه دست یافت که تنها در شرایطی که نماینده‌ای از خارج از شرکت در بین آن‌ها نباشد مالکیت خانوادگی می‌تواند عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار دهد که ذینفعان دیگر یا به طور منفی بر عملکرد شرکت تأثیر دارند و یا اصلاً تأثیر معنی داری ندارند.

اندرسون و ریب (۲۰۰۳) در پژوهشی با عنوان "مقایسه عملکرد شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی" با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۱۲۰ شرکت نشان دادند که شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی دارای عملکرد بهتری می‌باشند. افزون بر این آنها به یک رابطه غیر خطی بین عملکرد شرکت و درصد مالکیت خانوادگی پی بردند و نشان دادند چنانچه اعضای خانواده به عنوان عضو هیات مدیره انتخاب شوند عملکرد شرکت بهتر از حالتی است که اعضای غیر خانواده عضو هیات مدیره باشند.

فخاری و فصیح (۱۳۹۵) تأثیر مالکیت خانوادگی را بر ساختار سرمایه مورد مطالعه قرارداد. در این پژوهش از اطلاعات ۲۲ شرکت به عنوان نمونه طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ استفاده شد. آنان دریافتند که مالکیت خانوادگی تأثیری مثبت و معنی‌دار بر ساختار سرمایه شرکت‌های مورد بررسی دارد. افزون بر این رشد و سودآوری بر رابطه‌ی بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه تأثیر معنی‌دار و مثبت دارد.

هشی و علیخانی (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و مالکیت غیرخانوادگی بر عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و مالکیت غیرخانوادگی بر عملکرد شرکت‌های بورسی پرداختند. تعداد شرکت‌های مورد بررسی شامل ۴۰ شرکت خانوادگی و ۹۳ شرکت غیرخانوادگی و دوره مورد بررسی از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ بوده است. نتایج نشان داد که مالکیت خانوادگی با عملکرد شرکت رابطه منفی و همچنین بین مالکیت غیرخانوادگی و عملکرد شرکت‌ها رابطه مثبت وجود دارد.

رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای با عنوان "ارتباط میان ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" در قلمرو زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ و با استفاده از داده‌های ۷۹ شرکت به این نتیجه دست یافتند که بین تمرکز مالکیت و عملکرد مالی ارتباط معناداری وجود ندارد. همچنین مالکیت سهامداران نهادی با عملکرد مالی شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری دارد.

مشایخ و عبداللهی (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان "رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" تعداد ۶۴ شرکت طی دوره ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان حاکی از این است که بین تمرکز مالکیت و دو معیار عملکرد ROE و کیوتوین رابطه معنادار وجود دارد.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) با بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۶۶ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ دریافتند مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی تأثیر منفی و معنی‌دار بر عملکرد شرکت دارد و در مقابل مالکیت شرکی دارای تأثیر مثبت و معنی‌دار بر عملکرد شرکت است. لیکن مالکیت خارجی تأثیر معنی‌داری بر عملکرد ندارد.

مشایخ و ماه‌آرپور (۱۳۸۷) با انجام پژوهشی تحت عنوان "بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" با بررسی ۵۸ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۳ - ۱۳۸۰ دریافت که بین تمرکز مالکیت و EPS شرکت رابطه‌ای مثبت وجود دارد؛ اما رابطه تمرکز مالکیت با بازده شرکت به نوع مالکیت و عوامل موثر بر بازدهی بستگی دارد. به‌طور کلی ترکیب مالکیت با EPS رابطه قوی‌تری نسبت به بازده دارد.

فرضیه‌های پژوهش

سرمایه‌گذاران برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و بازار سرمایه برای تخصیص سرمایه نیاز به معیارهایی برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها دارند. لذا پیش‌بینی عوامل تأثیرگذار بر عملکرد شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است. با توجه به اینکه تمرکز مالکیت و خانوادگی بودن شرکت‌ها روش‌های کنترل کردن شرکت هستند و ممکن است بر عملکرد شرکت تأثیرگذارند، از این‌رو فرضیه‌های پژوهش حاضر به صورت زیر مطرح شده است:

۱. تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی تأثیر دارد.
۲. تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی تأثیر دارد.

۳. تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های غیر خانوادگی تأثیر دارد.
۴. مالکیت خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر دارد.
۵. مالکیت خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر دارد.

روش‌شناسی پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های اول تا سوم ابتدا شرکت‌های نمونه به سه گروه شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی، شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی و شرکت غیر خانوادگی تقسیم شده و سپس به برازش مدل (۱) و (۲) به تفکیک هر گروه پرداخته می‌شود.

$$ROA_{it} = B_0 + B_1 LSH_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Idebt_{it} + B_4 BP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

$$Q_{it} = B_0 + B_1 LSH_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Idebt_{it} + B_4 BP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

همچنین به منظور آزمون فرضیه‌های چهارم به ترتیب از مدل‌های (۳) و (۴) و برای آزمون فرضیه پنجم از مدل‌های (۵) و (۶) استفاده می‌شود.

$$ROA_{it} = B_0 + B_1 FFM_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Idebt_{it} + B_4 BP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۳)$$

$$Q_{it} = B_0 + B_1 FFM_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Idebt_{it} + B_4 BP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۴)$$

$$ROA_{it} = B_0 + B_1 FFNM_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Idebt_{it} + B_4 BP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۵)$$

$$Q_{it} = B_0 + B_1 FFNM_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Idebt_{it} + B_4 BP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۶)$$

که در مدل‌های فوق:

ROA_{it} : نسبت بازده دارایی‌های شرکت i در سال t که از تقسیم سود خالص به میانگین دارایی‌ها به دست می‌آید.

Q_{it} : نسبت Q توین شرکت i در سال t که از تقسیم حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها بر ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

LSH_{it} : تمرکز مالکیت شرکت i در سال t که شاخص مورد استفاده برای آن سهامدار عمده می‌باشد و برابر است با درصد مالکیت بزرگترین سهامدار (علی نژاد سارو کلائی و بحرینی، ۱۳۹۲).

FFM_{it} : متغیری مجازی است که اگر شرکت خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود (حامدی و هینین، ۲۰۱۵).

$FFNM_{it}$: متغیری مجازی است که اگر شرکت خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود (حامدی و هینین، ۲۰۱۵).

لازم به ذکر است به پیروی از خواجه‌ری و اسحاقی (۱۳۹۳) و نمازی و محمدی (۱۳۸۹) مالکیت خانوادگی شرکت‌هایی را شامل می‌شود که: ۱- یک یا چند نفر از اعضای خانواده مالک حداقل ۲۰٪ از سهام شرکت باشند، مگر با وجود تملک حداقل ۲۰٪ سهام نفوذ قابل ملاحظه یا کنترل بر شرکت نداشته باشند. ۲- حداقل ۵۰٪ از اعضای هیئت 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٪ باشد. در غیر این صورت شرکت غیر خانوادگی می‌باشد. اگر مدیرعامل شرکت از اعضای خانواده باشد شرکت خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی و اگر مدیرعامل از اعضای خانواده نباشد شرکت خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی در نظر گرفته می‌شود.

$Size_{it}$: اندازه شرکت i در سال t که از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

$Idebt_{it}$: نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت i در سال t

BP_{it} : نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ دارای شرایط زیر باشند:

- ۱- دوره مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 - ۲- طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ تغییر سال مالی نداشته باشند.
 - ۳- صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه و سایر اطلاعات مورد نیاز شرکت در بازه زمانی مذکور به طور کامل در سایت بورس اوراق بهادار موجود باشد.
 - ۴- شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن در کل دوره پژوهش بیشتر از شش ماه توقف نماد معاملاتی نداشته باشد.
- بر اساس شرایط بالا ۱۲۵ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد که از این تعداد ۲۶ شرکت خانوادگی (۱۹ شرکت خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی و ۷ شرکت خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی) و ۹۹ شرکت غیر خانوادگی بوده است.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۱) نشان داده شده است. چنانچه ملاحظه می شود، میانگین نسبت Q توبین و نرخ بازده دارایی ها به عنوان متغیرهای وابسته به ترتیب ۱/۶۵۷ و ۰/۰۷۶ است. همچنین سهامداران عمده به طور متوسط ۷۵/۶۱۰ درصد از کل سهامداران شرکت را تشکیل می دهند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
نسبت Q توپین	Q	۱/۶۵۷	۱/۳۰۶	۱/۲۹۸	۰/۱۸۴	۱۳/۴۵۱
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۷۶	۰/۰۷۱	۰/۱۴۱	-۰/۷۸۹	۰/۵۱۸
سهامدار عمده	LSH	۷۵/۶۱۰	۷۹	۱۵/۸۹۱	۱۱/۳۸۰	۹۸/۹۳
اندازه	Size	۱۳/۷۴۹	۱۳/۶۴۱	۱/۴۴۳	۱۰/۸۱۵	۱۹/۶۱۸
نسبت بدهی	Idebt	۰/۶۶۶	۰/۶۵۸	۰/۲۵۸	۰/۰۹۰	۱/۹۷۸
نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	BP	۰/۶۴۰	۰/۴۵۰	۱/۶۹۰	-۹/۴۴۷	۱۹/۴۷۰

پیش از ارائه نتایج مربوط به برازش مدل پژوهش به منظور اطمینان از برقراری فرض کلاسیک رگرسیون، آزمون VIF^۱ به منظور بررسی خطای هم خطی، جهت بررسی همسانی واریانس آزمون نسبت راستنمایی^۲ (LR) و به منظور اطمینان از عدم وجود خودهمبستگی آزمون وولدریج^۳ انجام گرفته است. نتایج آزمون‌ها حاکی از وجود خطای ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی در تمامی مدل‌هاست. از این رو به منظور رفع این خطا، مدل‌ها به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته^۴ برازش شده است.

جهت آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. در روش داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش داده‌های تلفیقی^۵ و تابلویی^۶ از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در صورت انتخاب روش تابلویی آزمون هاسمن جهت انتخاب از بین روش‌های اثرات ثابت^۷ و اثرات تصادفی^۸ انجام می‌شود. نتایج این آزمون‌ها به منظور رعایت اختصار ارائه نشده است.

-
- 1 . Variance Inflation Factor
 - 2 . Likelihood-Ratio Test
 - 3 . Wooldridge
 - 4 . Generalized Least Squares
 - 5 . Pooling
 - 6 . Panel
 - 7 . Fixed Effect
 - 8 . Random Effect

فرضیه اول پژوهش به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی می‌پردازد. به منظور آزمون این فرضیه دو مدل (۱) و (۲) در بین شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی برآزش شده و نتایج آن در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

مدل (۲)			مدل (۱)			نماد	متغیر
p-value	Z	ضرایب	p-value	Z	ضرایب		
۰/۰۰۰	-۳/۷۹	-۶/۲۴۹	۰/۳۴۰	۰/۹۵	۰/۱۶۸	β_0	عرض از مبدأ
۰/۴۷۸	-۰/۷۱	-۰/۰۰۴	۰/۹۳۷	۰/۰۸	۰/۰۰۰	LSH	تمرکز مالکیت
۰/۰۰۰	۵/۲۵	۰/۵۷۸	۰/۶۲۸	۰/۴۸	۰/۰۰۵	Size	اندازه
۰/۰۰۰	۳/۴۹	۱/۰۴۳	۰/۰۰۰	-۶/۹۶	-۰/۲۶۶	Idebt	نسبت بدهی
۰/۷۱۵	-۰/۳۷	-۰/۰۲۹	۰/۵۷۶	-۰/۵۶	-۰/۰۰۶	BP	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۱۰۳/۹۷ (۰/۰۰۰)			۲۴۱/۱۲ (۰/۰۰۰)			آماره والد سطح معناداری	

همان‌طور که در جدول (۲) ملاحظه می‌شود ضریب متغیر تمرکز مالکیت در دو مدل (۱) و (۲) به ترتیب ۰/۰۰۰ و ۰/۰۰۴ - و سطح معنی‌داری آن‌ها ۰/۹۳۷ و ۰/۴۷۸ می‌باشد. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری از ۰/۰۵ بیشتر است، بنابراین ضریب این متغیر به لحاظ آماری معنی‌دار نیست و می‌توان گفت تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی تأثیرگذار نمی‌باشد. بنابراین فرضیه اول رد می‌شود.

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌دارد که تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی تأثیر دارد. جهت آزمون این فرضیه مدل (۱) و (۲) در شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی برآزش می‌شود. نتایج تخمین این دو مدل به شرح جدول (۳) می‌باشد.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$ROA_{it} = B_0 + B_1 LSH_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Idebt_{it} + B_4 BP_{it} + \varepsilon_{it}$ (۱) $Q_{it} = B_0 + B_1 LSH_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Idebt_{it} + B_4 BP_{it} + \varepsilon_{it}$ (۲)							
مدل (۲)			مدل (۱)			نماد	متغیر
p-value	Z آماره	ضرایب	p-value	Z آماره	ضرایب		
۰/۰۰۱	۳/۲۶	۳/۱۹۶	۰/۰۰۲	۳/۰۶	۰/۱۹۶	β_0	عرض از مبدأ
۰/۹۴۴	۰/۰۷	۰/۰۰۰۴	۰/۵۵۲	۰/۵۹	۰/۰۰۰۱	LSH	تمرکز مالکیت
۰/۷۰۶	-۰/۳۸	-۰/۰۳۰	۰/۲۲۴	۱/۲۲	۰/۰۰۵	Size	اندازه
۰/۰۰۱	-۳/۴۸	-۱/۵۸۹	۰/۰۰۰	-۱۲/۵۵	-۰/۳۰۸	Idebt	نسبت بدهی
۰/۰۰۰	-۳/۵۲	-۰/۱۲۸	۰/۲۳۵	-۱/۱۹	-۰/۰۰۲	BP	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۲۳/۲۴ (۰/۰۰۰)			۱۶۹/۹۲ (۰/۰۰۰)			آماره والد (P-value)	

نتایج برآورد مدل در شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی قابل مشاهده است ضریب متغیر تمرکز مالکیت در دو مدل (۱) و (۲) به ترتیب ۰/۰۰۰۱ و ۰/۰۰۰۴ و سطح معنی داری این متغیر در دو مدل به ترتیب ۰/۵۵۲ و ۰/۹۴۴ و معنی داری نمی‌باشد. از این رو می‌توان گفت تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی تأثیر گذار نیست و فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود. فرضیه سوم پژوهش تأثیر تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های غیر خانوادگی را مورد بررسی قرار می‌دهد. به منظور آزمون این فرضیه دو مدل (۱) و (۲) در شرکت‌های غیر خانوادگی برآزش شده و نتایج آن در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

$ROA_{it} = B_0 + B_1 LSH_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Idebt_{it} + B_4 BP_{it} + \varepsilon_{it}$ (۱) $Q_{it} = B_0 + B_1 LSH_{it} + B_2 Size_{it} + B_3 Idebt_{it} + B_4 BP_{it} + \varepsilon_{it}$ (۲)							
مدل (۲)			مدل (۱)			نماد	متغیر
p-value	Z آماره	ضرایب	p-value	Z آماره	ضرایب		
۰/۰۰۱	۳/۱۹	۲/۵۶۶	۰/۰۰۳	۳/۰۲	۰/۱۸۲	β_0	عرض از مبدأ
۰/۰۸۵	-۱/۷۲	-۰/۰۰۷	۰/۹۷۹	۰/۰۳	۰/۰۰۰	LSH	تمرکز مالکیت
۰/۹۴۹	-۰/۰۶	-۰/۰۰۴	۰/۲۱۹	۱/۲۳	۰/۰۰۵	Size	اندازه
۰/۰۸۹	-۱/۷۰	-۰/۴۰۵	۰/۰۰۰	۱۷/۶۷	-۰/۲۶۵	Idebt	نسبت بدهی
۰/۰۰۰	-۴/۰۴	-۰/۱۳۷	۰/۳۶۹	-۰/۹۰	-۰/۰۰۱	BP	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۲۲ (۰/۰۰۰)			۳۵۷/۴۸ (۰/۰۰۰)			آماره والد (P-value)	

همان‌طور که در جدول فوق مشاهده می‌شود ضریب متغیر تمرکز مالکیت در دو مدل (۱) و (۲) به ترتیب ۰/۰۰۰ و ۰/۰۰۷- و سطح معنی‌داری آن‌ها ۰/۹۷۹ و ۰/۰۸۵ می‌باشد. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری این متغیر از ۰/۰۵ بیشتر است بنابراین ضریب این متغیر در دو مدل معنی‌دار نمی‌باشد و می‌توان گفت تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های غیرخانوادگی تأثیرگذار نیست. فرضیه چهارم پژوهش بیان می‌کند که مالکیت خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است. جهت آزمون این فرضیه دو مدل (۳) و (۴) در شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی تخمین زده شده و نتایج آن در جدول (۵) منعکس گردیده است.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش

متغیر وابسته کیوتوبین			متغیر وابسته بازده دارایی‌ها			نماد	متغیر
p-value	Z آماره	ضرایب	p-value	Z آماره	ضرایب		
۰/۰۰۰	۴/۸۷	۲/۰۹۷	۰/۰۰۰	۷/۲۲	۰/۱۵۹	β_0	عرض از مبدأ
۰/۱۴۷	۱/۴۵	۰/۲۸۳	۰/۹۸۴	۰/۰۲	۰/۰۰۰۲	FFM	مالکیت خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی
۰/۶۵۵	-۰/۴۵	-۰/۰۱۳	۰/۰۰۰	۵/۸۳	۰/۰۰۸	Size	اندازه
۰/۰۱۸	-۲/۳۸	-۰/۳۷۴	۰/۰۰۰	-۳۰/۵۴	-۰/۳۰۲	Idebt	نسبت بدهی
۰/۰۰۰	-۴/۶۵	-۰/۰۶۰	۰/۰۰۰	-۳/۶۲	-۰/۰۰۱	BP	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۲۶/۶۳ (۰/۰۰۰)			۹۵۵/۰۴ (۰/۰۰۰)			آماره والد (P-value)	

نتایج نشان می‌دهد که سطح معناداری متغیر مالکیت خانوادگی در دو مدل به ترتیب ۰/۹۸۴ و ۰/۱۴۷ می‌باشد که در هر دو مدل معنی‌دار نیست. در نتیجه فرضیه چهارم رد می‌شود. فرضیه پنجم پژوهش بدین ترتیب مطرح شده است: "مالکیت خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی بر عملکرد تأثیر دارد". جهت آزمون این فرضیه دو مدل (۵) و (۶) در شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی برآزش شده و نتایج آن به شرح جدول (۶) می‌باشد.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه پنجم پژوهش

$ROA_{it} = B_0 + B_1FFNM_{it} + B_2Size_{it} + B_3Idebt_{it} + B_4BP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$ $Q_{it} = B_0 + B_1FFNM_{it} + B_2Size_{it} + B_3Idebt_{it} + B_4BP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$							
متغیر وابسته کیوتوبین			متغیر وابسته بازده دارایی‌ها			نماد	متغیر
p-value	آماره Z	ضرایب	p-value	آماره Z	ضرایب		
۰/۰۰۰	۶/۵۳	۲/۶۷۶	۰/۰۰۰	۶/۶۵	۰/۱۵۲	β_0	عرض از مبدأ
۰/۰۷۷	-۱/۷۷	-۰/۱۵۸	۰/۲۷۶	۱/۰۹	۰/۰۰۷	FFNM	مالکیت خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی
۰/۰۵۲	-۱/۹۴	-۰/۰۵۴	۰/۰۰۰	۵/۸۷	۰/۰۰۹	Size	اندازه
۰/۰۳۶	-۲/۱۰	-۰/۳۱۹	۰/۰۰۰	-۳۰/۷۳	-۰/۳۰۲	Idebt	نسبت بدهی
۰/۰۰۰	-۴/۸۵	۰/۰۵۹	۰/۰۰۰	-۳/۶۸	-۰/۰۰۱	BP	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۳۵/۰۹ (۰/۰۰۰)			۹۶۵/۸۲ (۰/۰۰۰)			آماره والد (P-value)	

در شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی ضریب متغیر مالکیت خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی در دو مدل (۵) و (۶) به ترتیب ۰/۰۰۷ و -۰/۱۵۸ و سطح معنی داری آن‌ها ۰/۲۷۶ و ۰/۰۷۷ می‌باشد که به لحاظ آماری معنی دار نیست و فرضیه پنجم رد می‌گردد. لازم به ذکر است در تمامی مدل‌ها سطح معناداری آماره والد کمتر از ۰/۰۵ است که از معنی داری کلی مدل حکایت می‌کند.

نتیجه‌گیری و بحث

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر تمرکز مالکیت و مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور دستیابی به این هدف ۵ فرضیه تدوین و به کمک شش مدل رگرسیون چندمتغیره مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون سه فرضیه اول پژوهش نشان داد تمرکز مالکیت تأثیر معنی داری بر عملکرد شرکت در شرکت‌های خانوادگی (با مدیرعامل

خانوادگی و مدیرعامل غیر خانوادگی) و نیز شرکتهای غیر خانوادگی ندارد. بدین معنا که در دوره زمانی و نمونه مورد بررسی تمرکز مالکیت، نظارت بیشتر بر رفتار مدیر و کاهش فرصت طلبی را به همراه نخواهد داشت. این نتیجه بر خلاف این دیدگاه تئوریک است که سهامداران عمده شرکت از قدرت رأی‌دهی خود در جهت نظارت بر عملیات شرکت استفاده می‌نمایند و برعکس پژوهش‌های حامدی و هینین (۲۰۱۵)، اوکوتونگور (۲۰۱۱)، هشی و علیخانی (۱۳۹۴)، میر عبداللهی و همکاران (۱۳۹۲) می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های چهارم و پنجم حاکی از این است که مالکیت خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی و مالکیت خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی بر عملکرد شرکت دارای تأثیر معنی‌دار نمی‌باشد. این نتایج می‌تواند بدین گونه تفسیر شود که عوامل متعددی مانند رکود اقتصادی، بی‌ثباتی بازار، تحریم‌های اقتصادی و ... بخش بزرگی از شرایط عملکردی شرکت را خارج از کنترل مدیران کرده است و بنابراین نقش خانوادگی یا غیر خانوادگی بودن مدیرعامل و نیز قابلیت‌ها و توانمندی‌های وی تا حدودی کمرنگ شده است. چنین به نظر می‌رسد یکی دیگر از دلایل حصول این نتیجه این است که دشواری تعیین مالکیت خانوادگی و نیز مدیرعامل خانوادگی باعث حذف بسیاری از شرکتهای شده است که این امر ممکن است نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار داده باشد. بر این اساس به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود با شناسایی دوره‌های دارای شکست‌های ساختاری، به بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی و نوع مدیرعامل بر عملکرد پردازند.

منابع

- خواجه‌وی، شکراله و احمد اسحاقی (۱۳۹۳). "بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی و غیر خانوادگی بر محافظه‌کاری در گزارش‌گری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *پیشرفت‌های حسابداری*، شماره ۲، صص. ۵۳-۸۶.
- رحیمیان، نظام‌الدین، فرزین رضایی و فرانک سادات میرعبداللهی (۱۳۹۲). "ارتباط میان ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *راهبرد مدیریت مالی*، شماره ۳، صص. ۶۵-۸۸.
- صادقی، حسین و پریسا رحیمی (۱۳۹۱). "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس با استفاده از سیستم معادلات همزمان". *پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره ۴، صص. ۸۹-۱۰۱.
- علی نژاد ساروکلائی، مهدی و مریم بحرینی (۱۳۹۲). "تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز مالکیت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه حسابداری مالی*، شماره ۵، صص. ۹۱-۱۰۹.
- فخاری، حسین و الهام فصیح (۱۳۹۵). "تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (مبتنی بر تئوری نمایندگی)". *دانش سرمایه‌گذاری*، شماره ۲۰، صص. ۱۴۵-۱۶۴.
- مشایخ، شهناز و مهین عبداللهی (۱۳۹۰). "بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره ۴، صص. ۷۱-۸۶.
- مشایخ، شهناز و راضیه ماه‌آور پور. (۱۳۸۷). "بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، شماره ۲۳، صص. ۱۰۷-۱۲۲.
- نمازی، محمد و احسان کرمانی. (۱۳۸۷). "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۱۵، صص. ۸۳-۱۰۰.

- نمازی، محمد و محمد محمدی. (۱۳۸۹). "بررسی کیفیت سود و بازده شرکت های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت های حسابداری، شماره ۲، صص. ۱۹۴-۱۵۹.
- هشی، عباس و حمید علیخانی. (۱۳۹۴). "بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و مالکیت غیرخانوادگی بر عملکرد شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران". تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۵، صص. ۴۱-۲۸.
- Ali Nejad Sarikolaei, M. and Bahreini, M. (2013). "The effect of Institutional investors and Concentration of ownership on Investment Opportunities in Companies Listed in Tehran Stock Exchange", *Quarterly Financial Accounting*, 5, pp.91-109(In Persian).
- Anderson, R. and Reeb, D. (2003). "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P500". *Journal of Finance*, 58, 1301-1328
- Berle, A. and Means, G.(1932). *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E. and Delgado-García, J. B. (2016). "How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective". *Journal of Family Business Strategy*, 7 (3), pp.167-177.
- Fakhari, H. and Fasihe, E. (2016). "The impact of family ownership on capital structure on accepted company in TSE (based on agency theory)". *Journal Management System*, 20, pp.145-164. [In Persian]
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). "Separation of ownership and control". *Journal of law and Economics*, 26, pp.301-325.
- Hamadi, M. and Heinen, A. (2015). "Firm Performance when Ownership is very Concentrated: Evidence from a Semiparametric Panel". *Journal of Empirical Finance*, 34, pp.172-194.
- Hoshi, A. and Alikhani, H. (2015). "Investigating the Relation between Family Ownership and non-Family Ownership on Performance of Companies Listed in Tehran Stock Exchange". *Accounting and Auditing Research*, 25, pp.28-41. [In Persian]
- Khajavi, SH. and Eshaghi, A. (2014). "A Study of Family and Non-family Ownership Influence on Conservatism in Listed Companies of Tehran Stock Exchange". *Journal of Accounting Advances*, 6 (2), pp.53-86(In Persian).
- Lumpkin, G. T. & Brigham, K. H. (2011). "Long-term orientation and intertemporal choice in family firms". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 35 (6), pp.1149-1169.
- Margaritis, D. and Psillaki, M. (2010). "Capital structure, equity ownership and firm performance", *Journal of Banking & Finance*, 34 (3), pp.621-632.

- Mashayekh, SH. and Abdollahi, M. (2012). "Investigating the Relation Between Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in the Companies Listed in Tehran Stock Exchange". *Financial Accounting Research*, 3, pp.71-86(In Persian).
- Mashayekh, SH. and Mahavarpour, R. (2008). "Investigating the Effects of Ownership Concentration on Performance in the Firms Listed in Tehran Stock Exchange". *Empirical Studies in Financial Accounting*, 23, pp.107-122(In Persian).
- Massis, A. Kotlar, J. Campopiano, G. and Cassia, L. (2013). "Dispersion of family ownership and the performance of small-to-medium size private family firms", *Journal of Family Business Strategy*, 4, pp.166-175.
- Mcconaughey, D. Matthews, CH. And Fialko, A. (2001). "Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value". *Journal of Small Business Management*, 39 (1), pp. 31-49.
- Mishra, S. Randqy, T. and Jenssen, J. (2002). "The effect of founding family influence on firm value and corporate governance". *Journal of International Financial Management and Accounting*. 12 (3), pp.235-259.
- Namazi, M. and Kermani, E. (2008). "Investigating the Effects of Ownership Structure on The Performance of the Companies Accepted in the Tehran Stock Exchange". *Journal of The Accounting and Auditing Review*, 15, pp.83-100(In Persian).
- Namazi, M. and Mohammadi, M. (2010). "An Investigation of the Earnings Quality of Family Firms and Non-family Firms in Tehran Stock Exchange", *Journal of Accounting Advances*, 2, pp.159-194(In Persian).
- Okoth ongoro, V. (2011). "The Realation between Ownership Structure and Firm Performance". *Affrican Journal of Business Management*, 5, pp.220-228.
- Rahimian, N. Rezaei, F. and mirabdollahi, F. (2013). "Relationship Between Ownership Structure And Financial Performance Listed in Tehran Securities Exchange". *Journal of Financial Management Strategy*, 3, pp.65-88(In Persian).
- Sadeghi, H. and Rahimi, P. (2013). "Relationship between Ownership Structure and Performance of Listed Companies Using a System of Simultaneous Equations", *Financial Accounting Research*, 4, pp.89-102(In Persian).
- Schulze, W. S. Lubatkin, M. H. & Dino, R. N. (2003). "Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms". *Academy of Management Journal*, 46 (2), pp.179-194.
- Schulze, W. S. Lubatkin, M. H. Dino, R. N. & Buchholtz, A. K. (2001). "Agency relationships in family firms: Theory and evidence". *Organization Science*, 12 (2), pp.99-116.

- Shleifer, A. and Vishny, R. (1986). “Large shareholders and corporate control”. *Journal of Political Economy*, 94(3), pp.461-488.
- Turk, M. (2008). Ownership structure and corporate performance in Germany. Master Thesis, University of Amsterdam, dare.uva.nl/cgi/arno/show.cgi?fid=106917.
- Wang, K. C. and Shailer, G. (2017). “Family ownership and financial performance relations in emerging markets”. *International Review of Economics and Finance*, 51, pp.82-98.