

بررسی مقایسه‌ای هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمود صمدی لرگانی*، علیرضا محمدی**

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی مقایسه‌ای هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی، در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای این پژوهش، یک سوال اصلی مطرح می‌شود: آیا هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی متفاوت از شرکت‌های غیر خانوادگی است؟ به منظور پاسخ به این سوال تعداد ۳۱ شرکت خانوادگی و ۱۰۶ شرکت غیر خانوادگی از بین جامعه آماری که اطلاعات دوره ۶ ساله (۱۳۸۹-۱۳۸۴) آنها قابل دسترسی بوده، انتخاب شده است. برای بررسی آزمون معنادار بودن فرضیه‌ها، از مدل رگرسیون خطی و داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش، حاکی از آن است که هزینه‌های نمایندگی در این دو گروه از شرکت‌ها چندان متفاوت نیست، هرچند طبق مشاهدات، شرکت‌های خانوادگی از لحاظ معیارهای هزینه نمایندگی Q توبین (فرصت‌های رشد) در سطح ضعیف‌تری بوده و دچار هزینه‌های نمایندگی بیشتری هستند.

کلیدواژه‌ها: هزینه‌های نمایندگی؛ شرکت‌های خانوادگی؛ شرکت‌های غیرخانوادگی؛ بورس اوراق بهادار تهران.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۲/۰۷/۲۰، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۴/۰۲/۰۲

* استادیار، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تنکابن.

** کارشناس ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات گیلان (نویسنده مسئول).

E-mail: mohammadi.alireza47@yahoo.com

۱. مقدمه

مسئله نمایندگی و مشکلات آن در شرکت‌های خانوادگی تا حدودی متفاوت از سایر شرکت‌ها است. در شرکت‌های خانوادگی با توجه به مالکیت بخش زیادی از سهام شرکت و حضور اعضاء خانواده در هیأت مدیره و سایر رده‌های مدیریتی و همچنین حضور سایر سهام‌داران در شرکت که سهم کمتری نسبت به اعضای خانواده دارند، این سؤال مطرح می‌شود که آیا پارامترها و ویژگی‌های شرکت‌های خانوادگی از لحاظ نظریه نمایندگی متفاوت از شرکت‌های غیرخانوادگی است؟ بنابراین، در این پژوهش سعی بر این است تا یکی از پیامدهای مسئله نمایندگی، یعنی هزینه‌های نمایندگی را در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی مقایسه شود؛ لذا، مساله اصلی پژوهش بدین صورت مطرح می‌شود که: آیا هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی متفاوت از شرکت‌های غیر خانوادگی است؟ سهام‌داران، سرمایه‌گذاران بالقوه، اعتباردهندگان و سایر گروه‌ها علاقه‌مند هستند اطلاعاتی درباره شرکت‌های مورد نظر خود کسب کنند؛ بنابراین، در این پژوهش سعی می‌شود هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی بررسی شود؛ بنابراین، اهمیت این پژوهش بسط و گسترش اطلاعات حسابداری و مالی در زمینه هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های خانوادگی (و همچنین غیرخانوادگی) است. در نتیجه، اطلاعات مناسبی جهت تصمیم‌گیرندگان از جمله سرمایه‌گذاران، بستانکاران، بانک‌ها و بورس فراهم می‌سازد. هدف اصلی پژوهش تبیین رابطه بین مقایسه هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

شرکت‌های خانوادگی^۱ به‌عنوان یک شرکت که مؤسسين خانوادگی آن جزو هیات مدیره یا جزو سهام‌داران عمده شرکت هستند، رده‌های مهم مدیریت ارشد را برای خود حفظ کرده‌اند، تعریف شده است [۱۱]. پژوهش‌گران عموماً دخالت خانواده در شرکت را به‌عنوان آنچه که باعث متفاوت بودن این شرکت‌ها می‌شود، پذیرفته‌اند [۲۲] و اکثر آن‌ها، دخالت خانواده را به‌عنوان مالکیت و مدیریت تفسیر می‌کنند [۱۸].

چرچیل^۲ و هاتن^۳ (۱۹۸۷) وجود جانشینی خانوادگی را نیز به این تفسیر اضافه می‌کنند؛ بنابراین، شرکت خانوادگی، شرکتی است که اعضای خانواده مؤسس جایگاه خود را در مدیریت ارشد حفظ می‌کنند و در هیات مدیره عضو هستند یا دارندگان حجم بزرگی از شرکت می‌باشند. وجود تضاد منافع، موجب نگرانی مالکان (سهام‌داران) می‌شود، تا آنجاکه آنها برای اطمینان از

1 Family Firms

2. Churchill

3. Hatten

تخصیص بهینه منابع خود توسط مدیران، اقدام به نظارت بر فعالیت مدیران می‌کنند. به مرور زمان مشخص شده است که برخی از تصمیمات مدیران ممکن است موجب اتلاف منابع شرکت و از بین رفتن ثروت مالکان شود. از سوی دیگر، مدیران همواره به دنبال این بوده‌اند تا ضمن حداکثر کردن منافع خود، به مالکان این اطمینان را بدهند که تصمیمات اتخاذ شده توسط آنها، در جهت منافع مالکان است [۳].

همین موارد موجب ایجاد هزینه‌هایی می‌شود که از آن به‌عنوان «هزینه‌های نمایندگی» یاد می‌کنند. نظریه نمایندگی موردی است که یک نفر مسئولیت تصمیم‌گیری در خصوص توزیع منابع مالی و اقتصادی و یا انجام خدمتی را طی قرارداد مشخصی به شخص دیگری واگذار می‌کند. شخص اول را در اصطلاح، صاحبکار (مالک) و شخص دوم را نماینده (کارگزار) می‌نامند. رابطه بین سهام‌دار و مدیر، مدیرعامل و مدیران دایره‌های مختلف سازمان، شخص (حقیقی یا حقوقی) با وکیل قانونی و بیمه‌گر و بیمه‌گذار، نمونه‌هایی از نظریه نمایندگی هستند [۳].

در مالکیت جمعی، چند نفر مالک شیء هستند که تشکیل گروه مالکین را می‌دهند. گاهی ممکن است این افراد، عضو یک یا چند خانواده باشند که از طریق رابطه‌ای نسبی یا سببی با هم خویشاوند هستند. شرکت‌های خانوادگی را از جنبه‌های متفاوت می‌توان تعریف کرد: (۱) عضویت اعضای خانواده در هیأت مدیره (یا رده‌های مهم مدیریتی)، (۲) درصد مالکیت سهم توسط اعضای خانواده و (۳) کنترل یا نفوذ قابل ملاحظه خانواده در شرکت. عضویت در هیأت مدیره و درصد مالکیت سهام در بیشتر تعریف‌های شرکت خانوادگی بیان شده است.

پژوهش‌های داخلی. نمازی و محمدی (۱۳۸۹) در پژوهش خود کیفیت سود و بازده سهام شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را با هم مقایسه کردند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد بین کیفیت سود در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی، تفاوت معناداری وجود ندارد. همچنین، با بررسی کیفیت سود در شرکت‌های خانوادگی و مطالعه رابطه آن با درصد مالکیت خانوادگی، مشخص شد که رابطه معنادار و مثبتی بین درصد مالکیت خانوادگی و کیفیت سود وجود دارد. همچنین، شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی از نظر بازده سهام بررسی شدند که نتایج نشان داد بازده سهام آنها تفاوت معناداری با هم ندارد [۵].

مقیمی و سید امیری (۱۳۸۹) در مطالعه خود به عوامل مؤثر بر رشد و توسعه شرکت‌های خانوادگی استان تهران در دو صنعت نساجی و نفت پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که رشد و توسعه شرکت‌های خانوادگی متعادل و در حد میانگین جامعه است و این رشد و توسعه با متغیرهای ریسک‌پذیری مالک، گرایش به نوآوری، مهارت‌های مدیریتی، تمایل اعضای خانواده

برای پیوستن به کسب و کار، داشتن چشم‌انداز کاری در خانواده، محیط سیاسی و قانونی، محیط فرهنگی و اجتماعی و محیط اقتصادی و فنی، رابطه مثبت و معناداری دارد؛ در حالی که، بین حاکمیت و کنترل خانواده و رشد و توسعه کسب و کارهای خانوادگی در این دو صنعت ارتباط معناداری وجود ندارد [۱].

نمازی و اکبری (۱۳۹۱) نیز در پژوهش خود عملکرد شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی را مقایسه کردند. نتایج بررسی و تحلیل فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که به‌طور کلی، شرکت‌های خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی، از نظر معیارهای سنتی سودآوری، بازدهی و اقتصادی از عملکرد ضعیف‌تر و از نظر معیارهای بازار از ارزش پایین‌تری برخوردارند؛ اما از نظر نسبت‌های نقدینگی به‌طور کلی تفاوت معناداری بین آنها وجود ندارد. افزون بر این، بین میزان مالکیت خانوادگی با عملکرد شرکت‌های خانوادگی رابطه معناداری مشاهده نشد [۴].

پژوهش‌های خارجی. اسمیت و وارنر (۱۹۷۹) در پژوهش خود نشان دادند که هزینه‌های نمایندگی برخلاف تصور، در شرکت‌های با مالک و مدیر یکسان (مانند شرکت‌های خانوادگی) نیز وجود دارد [۲۴].

اندرسون و همکاران (۲۰۰۳)، در پژوهش خود تاثیر ساختار مالکیت خانوادگی بر هزینه نمایندگی بدهی را مورد ارزیابی قرار دادند. در این مطالعه مشخص شد که شرکت‌های خانوادگی متحمل هزینه‌های تامین مالی کمتری می‌شوند. این نتیجه مطابق با این ایده است که شرکت‌های خانوادگی دارای انگیزه‌هایی برای کاهش مشکلات نمایندگی بین مالکان بستانکاران شرکت هستند. این مطلب بیان‌گر این است که معمولاً دارندگان اوراق بدهی، از مالکیت خانوادگی به‌عنوان یک ساختار سازمانی که می‌تواند از ادعاهایشان بهتر محافظت کند، نگاه می‌کنند [۷].

کریسمن و همکاران (۲۰۰۴) هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی را مقایسه کردند. شرکت‌های خانوادگی این پتانسیل را دارند که از مجرای هزینه‌های نمایندگی، هم موجب بهبود عملکرد مالی می‌شوند و هم آن را کاهش می‌دهند. در این پژوهش آنها درباره ماهیت هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی بحث می‌کنند و شرایط مورد نیاز برای تعیین سطوح هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی را به واسطه تاثیر مکانیزم‌های کنترلی هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد تعیین می‌کنند. همچنین، بر اساس نتایج مطالعه ۱۱۴۱ شرکت خانوادگی و غیر خانوادگی در آمریکا، به نظر می‌رسد که مساله نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی کمتر از شرکت‌های غیر خانوادگی مشکل‌ساز باشد [۱۳].

کریسمن و همکاران (۲۰۰۷) در پژوهش خود به این موضوع می‌پردازند که مدیران خانوادگی در شرکت‌های خانوادگی، نماینده^۱ هستند یا مباشر^۲؟ از نظر پژوهش‌گرانی که در زمینه شرکت‌های خانوادگی فعالیت می‌کنند، مدیران خانوادگی در شرکت‌های خانوادگی را می‌توان به دو دسته نماینده یا ناظر تقسیم کرد. اگر مدیران خانوادگی به‌عنوان یک نماینده رفتار کنند، انتظار می‌رود که شرکت‌های خانوادگی، مکانیزم‌های کنترل هزینه نمایندگی را بر آنها تحمیل کنند که این خود موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود. نتایج مطالعه نمونه‌ای از شرکت‌های خانوادگی کوچک نشان داد که مدیران خانوادگی توسط محرک (انگیزه) پاداش، تحت نظارت و حمایت مالکان خانوادگی هستند. به‌دلیل کسب عملکرد بالاتر توسط مدیران خانوادگی، در نتیجه می‌توان وجود رفتار نمایندگی در میان آنها را حدس زد و نظریه بهبود عملکرد شرکت با برقراری مکانیزم‌های کنترل هزینه نمایندگی را تأیید کرد [۱۲].

دو پژوهش که توسط هسو^۳ و کوح^۴ (۲۰۰۵) و وانگ^۵ (۲۰۰۶) انجام گرفته است اثر مالکیت خانوادگی و سرمایه‌گذاران نهادی را بر کیفیت سود از طریق آزمون مدیریت اقلام تعهدی آزمون کرده‌اند.

هسو و کوح (۲۰۰۵) دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی مانند مکانیزم حاکمیت شرکتی در کم کردن مدیریت سود عمل کرده است، در نتیجه، شرکت‌هایی با مالکیت بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی، اقلام تعهدی غیرعادی کمتری خواهند داشت.

نتایجی مشابه در پژوهش‌های انجام شده توسط وانگ (۲۰۰۶) به‌دست آمد که نشان می‌دهد شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی، سود با کیفیت بیشتری گزارش می‌کنند [۲۶].

۳. فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اصلی پژوهش این است که هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی با هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های غیرخانوادگی، متفاوت است. برای پاسخ به این فرضیه، فرضیه‌های فرعی مطالعه به اختصار بیان می‌شود:

۱. هزینه‌های نمایندگی مبتنی بر نسبت «هزینه‌های عملیاتی به فروش» در شرکت‌های خانوادگی، متفاوت از شرکت‌های غیر خانوادگی است.

۲. هزینه‌های نمایندگی مبتنی بر نسبت «گردش دارایی‌ها» در شرکت‌های خانوادگی، متفاوت از شرکت‌های غیر خانوادگی است.

1. Agent
2. Steward
3. Hsu
4. Koh
5. Wang

۳. هزینه‌های نمایندگی مبتنی بر نسبت «فرصت‌های رشد» در شرکت‌های خانوادگی، متفاوت از شرکت‌های غیر خانوادگی است.

۴. تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد در شرکت‌های خانوادگی، متفاوت از شرکت‌های غیر خانوادگی است.

در فرضیه‌های بالا، برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی از دو روش استفاده شده است:

(۱) نسبت فرصت‌های رشد و (۲) تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد. معیار اول با استفاده از معیار Q توبین اندازه‌گیری خواهد شد.

این نسبت، به‌عنوان معیاری از عملکرد مدیریت به‌کار می‌رود. اعتقاد بر این است که عملکرد ضعیف مدیریت، احتمالاً باعث اخذ تصمیم‌هایی می‌شود که هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد. از این‌رو نسبت Q توبین پایین‌تر که بیان‌گر عملکرد ضعیف مدیران است، نشان‌دهنده وجود مشکلات نمایندگی است. در پژوهش حاضر، Q توبین به‌صورت کسر مجموع ارزش بازار سرمایه به‌علاوه بدهی، تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه خواهد شد؛ لذا، [۲۳].

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{MVE} + \text{TL}}{\text{TA}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در رابطه بالا؛

Tobin's Q: توبین، MVE: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، TL: مجموع بدهی‌ها، و TA: مجموع دارایی‌های شرکت می‌باشد.

معیار دوم، تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد است که به اعتقاد جنسن (۱۹۸۶) ترکیب جریان‌های نقد آزاد با فرصت‌های رشد پایین، باعث ایجاد هزینه‌های نمایندگی می‌شود. نگهداری جریان‌های نقد آزاد موجب کاهش توانای بازار سرمایه برای نظارت بر تصمیم‌های مدیران می‌شود. از این‌رو، افزایش جریان‌های نقد آزاد، موجب افزایش منابع تحت کنترل و قدرت مدیران می‌شود که در نتیجه افزایش هزینه‌های نمایندگی را به دنبال خواهد داشت. در این پژوهش از مدل لی هن پولسن (۱۹۸۹) برای تعیین جریان‌های نقد آزاد واحد تجاری استفاده می‌شود. بر اساس مدل مذکور جریان‌های نقد آزاد از طریق فرمول زیر استفاده می‌شود [۲۰]:

$$\text{FCF}_{i,t} = \text{INC}_{i,t} - \text{TAX}_{i,t} - \text{INTEXP}_{i,t} - \text{CSDIV}_{i,t}$$

که در آن:

FCF: جریان‌های نقد آزاد، INC: سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک، Tax: مالیات پرداختی شرکت، INTEXP: هزینه‌های بهره و CSDIV: سودهای پرداختی به سهام‌داران شرکت است. با ضرب دو عامل در یکدیگر (نسبت Q تویین و جریان‌های نقدی آزاد)، هزینه‌های نمایندگی به دست می‌آید. در نتیجه، بالاتر بودن حاصل ضرب مذکور بیان‌گر هزینه‌های نمایندگی بالاتری برای شرکت می‌باشد. به منظور کنترل عوامل احتمالی مؤثر بر هزینه‌های نمایندگی که در پژوهش‌های پیشین، اندازه شرکت و اهرم مالی (آنگ و همکاران، ۲۰۰۰؛ جارکوس و همکاران، ۲۰۱۰؛ و نوروش و همکاران، ۱۳۸۸) در نظر گرفته می‌شود.

۴. روش‌شناسی

پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های شبه تجربی و پس‌رویدادی است و با استفاده از اطلاعات گذشته انجام می‌شود. ابزار و روش گردآوری داده، از بانک‌های اطلاعاتی تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین به دست آمده است. در صورت ناقص بودن داده‌های موجود در این بانک اطلاعاتی، به آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار مراجعه شده است. پس از جمع‌آوری داده‌هایی که برای انجام پژوهش مورد نیاز است، انتخاب ابزاری مناسب به منظور محاسبه و بررسی و تحلیل اطلاعات متغیرها اهمیت خاصی دارد. به منظور انجام محاسبات و آماده نمودن داده‌ها به اطلاعات مورد نیاز پژوهش و همچنین بررسی و تحلیل آنها، از نرم‌افزارهای Excel و Eviews استفاده شده است؛ لذا، ابزارهای گردآوری داده‌ها به صورت روایی می‌باشد. در این پژوهش، متغیرها شامل متغیر مستقل، وابسته و متغیرهای کنترلی است. متغیر مستقل در این پژوهش، تأثیر نوع مالکیت (شرکت خانوادگی یا غیرخانوادگی) به عنوان متغیر مستقل، بر هزینه‌های نمایندگی این دو نوع شرکت‌ها سنجیده خواهد شد. در این پژوهش، هزینه‌های نمایندگی، به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. برای سنجش هزینه‌های نمایندگی، از معیارهای هنری (۲۰۱۰)، نوروش و همکاران (۱۳۸۸) و مهدوی و منفرد مهارلویی (۱۳۸۹) انتخاب شده است که شامل موارد زیر است: نسبت‌های کارایی شامل: نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش، نسبت گردش دارایی‌ها، معیار Q تویین و تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد استفاده می‌شود. متغیرهای کنترلی: به منظور کنترل دیگر عوامل احتمالی مؤثر بر هزینه‌های نمایندگی، مطابق با پژوهش‌های پیشین، اندازه شرکت و اهرم مالی (آنگ و همکاران، ۲۰۰۰؛ جارکوس و همکاران، ۲۰۱۰؛ و نوروش و همکاران، ۱۳۸۸) کنترل خواهد شد. برای بررسی و تحلیل داده‌ها و برآورد مدل‌های پژوهش، از مدل رگرسیون حداقل مربعات

معمولی داده‌های ترکیبی به روش اثرات مشترک، اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده می‌شود. برای تشخیص روش تخمین مناسب باید آزمون‌های مختلفی انجام داد. رایج‌ترین آزمون‌های مورد استفاده، عبارت است از آزمون چاو برای انتخاب مدل اثرات ثابت یا مدل داده‌های تلفیقی (اثرات مشترک)، آزمون بروش پاگان برای انتخاب مدل اثرات تصادفی یا مدل داده‌های تلفیقی و آزمون هاسمن برای انتخاب یکی از مدل‌های اثرات ثابت یا اثرات تصادفی است. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که از شرایط زیر برخوردار است:

- شرکت‌هایی که تا قبل از سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- شرکت‌هایی که از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ در بورس تهران حضور داشته باشند.
- شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند ماه باشند.
- شرکت‌هایی که تغییر سال مالی نداشته باشند.
- شرکت‌هایی که داده‌های مورد نظر آن‌ها در دسترس باشند.
- شرکت‌هایی که جزء بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ) نباشند. با در نظر گرفتن شرایط فوق در خصوص انتخاب شرکت‌های نمونه، حجم تعدیل شده جامعه آماری به ۱۳۷ شرکت کاهش یافته که شامل ۳۱ شرکت خانوادگی و ۱۰۶ شرکت غیرخانوادگی که از طریق روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک و با ۹۵٪ اطمینان آماری انتخاب شدند.

۵. تحلیل داده‌ها

آزمون فرضیه اول. جدول شماره ۱ آمار توصیفی مربوط به شرکت‌های خانوادگی را در هر یک از سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ به صورت جداگانه ارائه می‌کند. در این جدول شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی به طور جداگانه می‌باشد. در این جدول، تعداد شرکت‌ها، میانگین، میانه، انحراف معیار و خطای استاندارد مربوط به متغیر هزینه عملیاتی به فروش برای هر یک از شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ نشان داده شده است. برای آزمون این فرضیه از آزمون مقایسه میانگین دو جامعه مستقل استفاده شده است. فرض صفر و فرض مقابل صفر نیز به این صورت بیان می‌شود:

$$H_0: \mu_1 = \mu_0$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_0$$

جدول ۱. آزمون مقایسه نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی

آزمون t برای تساوی میانگین دو جامعه				آزمون لوین برای برابری واریانس دو جامعه			
فاصله اطمینان ۹۵٪ اختلاف دو جامعه	اختلاف خطای استاندارد	اختلاف میانگین	تفاوت	اماره t	درجه آزادی	تفاوت	اماره F
سطح پایین	سطح بالا						
۰/۰۰۲۰۸۸	-۰/۰۰۷۷۶	۰/۰۰۷۳۰	۰/۰۰۶۵۶	۰/۱۳۶۹	۸۱۴	۰/۸۹۹	۰/۴۳۵
۰/۰۱۶۸۷	-۰/۰۰۳۷۶	۰/۰۰۵۲۵	۰/۰۰۶۵۶	۰/۱۲۱۲	۵۶۷/۰۰	۱/۲۴۹	

به فرض تساوی واریانس دو جامعه
با فرض عدم تساوی واریانس دو جامعه

بر اساس جدول شماره ۱، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین هزینه‌های عملیاتی به فروش شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی، تفاوت معناداری وجود ندارد: به سخن دیگر، فرضیه اول پژوهش تأیید نمی‌شود.

آزمون فرضیه دوم. تفاوت معناداری بین نسبت گردش دارایی‌ها در شرکت‌های خانوادگی و غیر انوادگی وجود دارد. نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم در جدول ۲ نشان داده شده است. با توجه به آماره f و p-value مربوط به آن، فرض تساوی واریانس دو جامعه تأیید می‌شود. با توجه به این فرض، p-value مربوط به اختلاف میانگین دو جامعه، برابر ۰/۱۲۶ شده است؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین نسبت گردش دارایی‌ها در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی تفاوت معناداری وجود دارد.

جدول ۲. آزمون مقایسه نسبت گردش دارایی‌ها در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی

آزمون t برای تساوی میانگین دو جامعه				آزمون لوین برای برابری واریانس دو جامعه			
فاصله اطمینان ۹۵٪ اختلاف دو جامعه	اختلاف خطای استاندارد	اختلاف میانگین	تفاوت	اماره t	درجه آزادی	تفاوت	اماره F
سطح پایین	سطح بالا						
۰/۱۴۶۱۸	-۰/۰۱۸۰۸	۰/۰۴۱۸۴	۰/۰۶۴۰۵	۰/۱۲۶	۸۱۴	۱/۵۳۱	۰/۱۰۵
۰/۱۳۴۵۹	-۰/۰۰۶۴۹	۰/۰۳۵۸۷	۰/۰۶۴۰۵	۰/۰۷۵	۳۷۴/۴۶	۱/۷۸۵	

با فرض تساوی واریانس دو جامعه
با فرض عدم تساوی واریانس دو جامعه

همچنین با توجه به اطلاعات جدول ۲، میانگین نسبت گردش دارایی‌های شرکت‌های خانوادگی برابر با ۰/۸۶۴۲ است. هرچند مقدار میانگین این نسبت برای شرکت‌های خانوادگی بیشتر است، اما این مقدار معنادار نیست. در نتیجه فرضیه دوم نیز تأیید نمی‌شود.

آزمون فرضیه سوم. فرضیه سوم پژوهش، به این صورت بیان شد: بین نسبت Q توبین شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی تفاوت معناداری وجود دارد. برای آزمون این فرضیه از روش داده‌های ترکیبی استفاده شد. جدول شماره ۳ آمار توصیفی فرضیه سوم را نشان می‌دهد.

جدول ۳. آزمون مقایسه نسبت Q توبین در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی

آزمون t برای تساوی میانگین دو جامعه				آزمون لوین برای برابری واریانس دو جامعه			
فاصله اطمینان ۹۵٪ اختلاف دو جامعه		اختلاف خطای استاندارد	اختلاف میانگین	مقدار t	درجه آزادی	آماره t	آماره F
سطح پایین	سطح بالا						
با فرض تساوی واریانس دو جامعه							
-۰/۰۰۵۹۹	-۰/۲۰۳۵۳	۰/۰۵۳۳۷	-۰/۰۹۸۷	۰/۰۶۵	۸۱۴	-۱/۸۵۱	۱۰/۱
با فرض عدم تساوی واریانس دو جامعه							
-۰/۰۱۴۴	-۰/۱۸۳۱۱	۰/۰۴۲۹۱	-۰/۰۹۸۷	۰/۰۲۲	۴۲۹/۹۶	-۲/۳۰۲	

در این فرض، P -Value مربوط به اختلاف میانگین دو جامعه، برابر $۰/۲۲$ است. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین نسبت Q توبین شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی، تفاوت معناداری وجود دارد. در نتیجه شرکت‌های خانوادگی دارای هزینه نمایندگی بیشتری نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی هستند؛ بنابراین، فرضیه سوم پذیرفته می‌شود.

آزمون فرضیه چهارم. در این فرضیه، رابطه تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان نقد آزاد شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی بررسی شده است. برای مقایسه تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان نقد آزاد در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی، ابتدا این متغیر بر اساس اندازه کل دارایی‌های تعدیل شده و سپس مقایسه انجام گرفت که نتایج آزمون فرضیه در جدول ۴ آمده است.

جدول ۴. آزمون مقایسه تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان نقد آزاد در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی

آزمون t برای تساوی میانگین دو جامعه				آزمون لوین برای برابری واریانس دو جامعه			
فاصله اطمینان ۹۵٪ اختلاف دو جامعه		اختلاف خطای استاندارد	اختلاف میانگین	مقدار t	درجه آزادی	آماره t	آماره F
سطح پایین	سطح بالا						
با فرض تساوی واریانس دو جامعه							
-۰/۰۰۸۳۹	-۰/۰۰۹۰۰	۰/۰۰۴۴۳	-۰/۰۰۰۳	۰/۹۴۵	۸۱۴	-۰/۰۶۹	۲/۶۸
با فرض عدم تساوی واریانس دو جامعه							
-۰/۰۰۷۹۴	-۰/۰۰۸۵۴	۰/۰۰۴۱۹	-۰/۰۰۰۳	۰/۹۴۲	۳۱۳/۶۴	-۰/۰۷۳	

با توجه به آماره f و p -value، اختلاف میانگین دو جامعه، برابر $0/945$ شده است؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان نقد آزاد شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی، تفاوت معناداری وجود ندارد.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

بر اساس نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق، برای تفسیر نتیجه فرضیه اصلی مبنی بر وجود تفاوت بین هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی، با توجه به این‌که تنها طبق یک معیار از چهار معیار هزینه نمایندگی، تفاوت معناداری در دو گروه شرکت‌ها داشت، در نتیجه هزینه‌های نمایندگی در این دو گروه شرکت‌ها چندان متفاوت نمی‌باشد. هرچند طبق مشاهدات، شرکت‌های خانوادگی از لحاظ معیارهای هزینه نمایندگی در سطح ضعیف‌تری بوده و هزینه‌های بیشتری دارند. نتایج این تحقیق (از منظر نمایندگی و هزینه‌های آن) مخالف با پژوهش اندرسون و همکاران (۲۰۰۳)، مطابق با نتایج پژوهش نمازی و اکبری قوروقچی (۱۳۹۱) و تا حدود زیادی مطابق با نتایج تحقیق کریسمن و همکاران (۲۰۰۴) می‌باشد. از نظر معیار Q توبین (شاخص فرصت‌های رشد)، نتیجه این تحقیق مطابق با تحقیق‌های نمازی و اکبری (۱۳۹۱) و آندرس (۲۰۰۸) و مخالف با اندرسون و ریب (۲۰۰۳)، مائوری (۲۰۰۶) و مارتینز و همکاران (۲۰۰۷) می‌باشد؛ اما از نظر معیار نسبت هزینه عملیاتی به فروش، تعامل بین فرصت رشد و جریان نقد آزاد و نسبت گردش دارایی‌ها پژوهش دیگری مشابه با این معیارها مشاهده نشد. اعتقاد بر این است که عملکرد ضعیف مدیریت، احتمالاً باعث اخذ تصمیم‌هایی می‌شود که هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد. از این‌رو نسبت Q توبین پایین‌تر در شرکت‌های خانوادگی (نتیجه فرضیه سوم) که بیان‌گر عملکرد ضعیف مدیران است، نشان‌دهنده وجود مشکلات نمایندگی و هزینه‌های بیشتر آن برای شرکت است (هنری، ۲۰۱۰). در نتیجه شرکت‌های خانوادگی بر اساس این معیار، دارای هزینه نمایندگی بیشتری نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی هستند. هر چند طبق ادعای برخی پژوهش‌گران از جمله دمستز و لن (۱۹۸۵)، مک‌کوناگی و همکاران (۲۰۰۱)، کریسمن و همکاران (۲۰۰۷) و چن و همکاران (۲۰۰۸)، مشکلات نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی بسیار کمتر است و این می‌تواند موجب بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت شود؛ به علاوه، خانواده مزیت‌های رقابتی برای شرکت فراهم کند، و همچنین هیأت مدیره متشکل از اعضای خانوادگی چون معمولاً پاداش کمتری نسبت به هیأت مدیره سایر شرکت‌ها دریافت می‌کنند و کمتر به طرح‌های انگیزشی واکنش نشان می‌دهند، بیشتر به فکر حداکثر کردن ارزش شرکت باشند؛ اما طبق ادعای برخی دیگر مانند فاما و جنسن (۱۹۸۳)، شلیفر و سومرز (۱۹۸۸)، شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷)، بورکارت و همکاران

(۱۹۹۷)، دی‌آنجلو و دی‌آنجلو (۲۰۰۰) و اندرسون و ریپ (۲۰۰۳)، مالکان خانوادگی کنترل‌کننده شرکت، به دنبال کسب منافع شخصی خود از شرکت (از طریق سلب مالکیت) هستند که این سلب مالکیت معمولاً از طریق پاداش‌های اضافی، معامله با اشخاص وابسته و یا انواع خاصی از تقسیم سود انجام می‌گیرد که در نهایت منجر به کاهش فرصت‌های رشد و ارزش شرکت خواهد شد. همچنین اعمال خانواده‌ها در جهت منافع خود می‌تواند اثری منفی بر تلاش کارکنان شرکت و بهره‌وری داشته باشد. مادامی‌که خانواده‌ها ممکن است اقداماتی در جهت بیشینه کردن مطلوبیت شخصی خود انجام دهند، بسیاری از این اقدام‌ها به‌طور بالقوه می‌تواند منجر به عملکرد ضعیف‌تر شرکت نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی شود [۷]. شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) نیز حدس می‌زنند که یکی از بزرگ‌ترین هزینه‌هایی نمایندگی که سهامداران عمده می‌توانند بر شرکت تحمیل کنند، باقیماندن به‌طور فعال در مدیریت شرکت است، به‌ویژه اگر صلاحیت و شایستگی اداره شرکت را نداشته باشند، به‌خصوص حضور مدیران غیرحرفه‌ای که معمولاً از طریق روابط خانوادگی وارد رده‌های مدیریتی می‌شوند، می‌تواند موجب این عامل شود. به علاوه، تمایل خانواده‌ها برای تصاحب پست‌های مدیریتی توسط اعضای خانواده، منجر به کاهش مزایای رقابتی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی می‌شود.

پیشنهادها و محدودیت‌ها. با توجه به نتایج تحقیق، به‌ویژه فرضیه فرعی سوم که بیان‌گر نسبت Q توبین پایین‌تر برای شرکت‌های خانوادگی و به تبع آن فرصت‌های رشد کمتر و هزینه‌های نمایندگی بیشتر برای این شرکت‌ها می‌باشد، به سرمایه‌گذاران و سهام‌داران و تحلیل‌گران مالی توصیه می‌شود هنگام اخذ تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، به این مطلب توجه داشته باشند؛ زیرا، عملکرد ضعیف‌تر شرکت موجب پایین آمدن سودآوری و در نهایت متضرر شدن سرمایه‌گذاران خواهد شد. همچنین هزینه‌های نمایندگی بیشتر نیز موجب از دست رفتن ثروت سهام‌داران می‌شود. به مدیران شرکت‌های خانوادگی نیز توصیه می‌شود به منظور بهبود فرصت‌های رشد شرکت خود و همچنین بهبود سطح عملکرد که کاهش هزینه‌های نمایندگی را به دنبال خواهد داشت، اقدامات مفیدی در این راستا انجام داده تا علاوه بر کاهش هزینه‌های خود، با افزایش فرصت‌های رشد بتوانند سرمایه بیشتری را نیز جذب کنند. پیشنهاد می‌شود برای تحقیقات آتی و نیز کمک به روشن شدن وضعیت شرکت‌های خانوادگی، به موضوعات زیر توجه بیشتری شود: بررسی وضعیت سهامداران اقلیت در شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با سایر شرکت‌ها، بررسی خانوادگی یا غیرخانوادگی بودن مدیران اجرایی شرکت‌های خانوادگی و تأثیر آنها بر هزینه‌های نمایندگی شرکت، بررسی امکان سلب مالکیت و انتقال ثروت از سهام‌داران اقلیت به نفع اعضای خانواده در شرکت‌های خانوادگی، بررسی تطبیقی مالکیت

خانوادگی در مقایسه با سایر انواع مالکیت از جمله مالکیت نهادی، مدیریتی و غیره از لحاظ هزینه‌های نمایندگی. در انجام هر تحقیق محدودیت‌هایی بر سر راه پژوهشگر قرار می‌گیرد که این تحقیق نیز از آن مستثنی نیست. در زیر برخی از عمده‌ترین محدودیت‌های این تحقیق بیان می‌شود: در فرایند تحقیق علمی، مواردی وجود دارد که خارج از کنترل پژوهشگر است و می‌تواند نتایج تحقیق را تحت تاثیر قرار دهد. به همین دلیل تا جای ممکن باید این عوامل کنترل شود. در این تحقیق از اندازه شرکت اهرم مالی به عنوان متغیر کنترلی استفاده شد. می‌توان در کنار این دو عامل، برخی از متغیرهای کنترلی دیگر مانند عمر شرکت را نیز به کار گرفت. در برخی از شرکت‌ها، با وجود این که هیچ سهام‌دار خانوادگی (بالای ۲۰٪) مشاهده نمی‌شد، ولی با مراجعه به مسائل و اخبار آن شرکت‌ها و بررسی تمامی جوانب، می‌توان متوجه نفوذ یا حتی کنترل برخی از سهام‌داران خانوادگی شد. ولی این امر یک مسأله کیفی است که قابلیت کمی شدن ندارد. یعنی نمی‌توان برای آن مسائل، یک قاعده کلی بیان کرد؛ بنابراین، در این تحقیق به منظور عملی بودن انجام تحقیق، فرض بر این گرفته شده که مالکیت عمده، به مالکیت بالای ۲۰٪ اطلاق شود. البته این درصد نیز مطابق با استانداردهای حسابداری ایران است. از دیگر مشکلات موجود در این پژوهش عدم سابقه زیاد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق تهران است که با توجه به این محدودیت، نمونه آماری محدود به شرکت‌هایی شد که اطلاعات آماری مربوط به آن‌ها موجود بود.

منابع

۱. مقیمی، سید محمد و نادر سید امیری (۱۳۸۹). عوامل موثر بر رشد و توسعه شرکت‌های خانوادگی استان تهران. پژوهشی در دو صنعت نساجی و نفت. فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۱۸: ۷۷-۹۵.
۲. نمازی، محمد (برگرداننده) (۱۳۷۹). پژوهش‌های تجربی در حسابداری. دیدگاه روش شناختی. چاپ اول، شیراز. انتشارات دانشگاه شیراز.
۳. نمازی، محمد (۱۳۸۴). بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت. مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، ۲(۲۲) (پیاپی ۴۳): ۱۶۴-۱۴۷.
۴. نمازی، محمد؛ اکبری قوروقچی، جلال (۱۳۹۱). بررسی عملکرد شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی، در دست چاپ.
۵. نمازی، محمد؛ محمدی محمد (۱۳۸۹). بررسی کیفیت سود و بازده شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری (مجله علوم اجتماعی و انسانی سابق)، شماره ۵۹/۳، ۱۹۴-۱۵۹.
۶. نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا؛ وافی ثانی جلال (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری، شماره اول، ۴-۲۷.
7. Anderson, Ronald C. and David M. Reeb (2003). Founding-family ownership and Firm Performance: Evidence from S&P500. *The Journal of Finance*, (3), 1301-1328.
8. Anderson, Ronald C. Mansi, Sattar A. and David M. Reeb (2003). Founding family ownership and The Agency cost of Debt. *Journal of financial Economics*, 68, 263-285.
9. Bebchuk, Land J. Fried (2004). *Pay with out performance*. Harvard University prees.
10. Chakrabarty, Subarta (2009). The Influence of National Culture and Institutional Voids on Family Ownership of Large Firms: A Country Level Empirical study. *Journal of International management*, 15, 1-31
11. Chen, Shuping; Chen, Xia and Qiang Cheng (2008). Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure? *Journal of Accounting Research*, 46(3), 499-536.
12. Chrisman, James J.; Chua Jess H.; Kellermanns, Franz W. and Erick P. C. Chang (2007). Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms. *Journal of Business Research*, 60, 1030-1038.
13. Chrisman, James J.; Chua, Jess H. and Reginald A. Litz (2004). Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 28, 335-354.
14. Churchill, N.C. and Hatten, K.J. (1987). Non - Market Based Transfers of Wealth and Powers: A Research Framework for Family Businesses. *American Journal of Small Business*, 11(3), 51-64.
15. Colli, Andrea; Perez, Paloma F. and Mary B. Rose (2003). National Determinants of Family Firms Development? Family Firms in Britain, Spain, and Italy in the Nineteenth and Twentieth Centuries. *Enterprise & Society*, 4, 28-64.

16. Ehrhardt, Olaf and Eric, Novak (2003). The Effect of IPOs on German Family-owned Firms: Governance Changes, Ownership Structure and Performance. *Journal of Small Business Management*, 41, 222-232.
17. Fama, Eugene and Michael C. Jensen (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 1-32.
18. Handler, Wendy C. (1989). Methodological Issues and Considerations in Studying Family Businesses. *Family Business Review*, 2(3), 257-276.
19. Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
20. Lehn, K. and A. Poulsen (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *The Journal of Finance*, XLIV(3), 771-787.
21. Mcconaughey, Daniel L.; Matthews, Charles H. and Anne S. Fialko (2001). Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk and Value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31-49.
22. Miller, E. J and A. K. Rice (1967). *Systems of Organization: the Control of Task and Sentient Boundaries*. Tavistock publications, London.
23. Randoy, T. and S. Goel (2003). Ownership Structure, Founder Leadership, and Performance in Norwegian SMEs: Implications for Financing Entrepreneurial Opportunities. *Journal of Business Venturing*, 18, 610- 637.
24. Smith, C. & J. Warner (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.
25. Villalonga, Belen and Raphael Amit (2006). How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
26. Wang, Dechun (2006). "Founding Family Ownership and Earning Quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3), 619-656.
27. Yang, Chaur-shiuh and Liu-ching Tsai (2008). The Sensitivity of Compensation to Social Capital: Family CEOs vs. Nonfamily Business Groups. *Journal of Business Research*, 363-374.