



بررسی مقایسه‌ای خطر سقوط قیمت سهام و بیش‌ارزش‌گذاری سهام در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی

محمدعلی ساری

گروه حسابداری، واحد مشهد، دانشگاه آزاد اسلامی، مشهد، ایران. (نویسنده مسئول)
ma.sari@iau.ac.ir

اعظم قاسمی

گروه مدیریت، واحد مشهد، دانشگاه آزاد اسلامی، مشهد، ایران.
azam_ghasemi84@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۹/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۰/۰۹

چکیده

با توجه به تاثیرپذیری قیمت سهام از عوامل گوناگون درونی و بیرونی، هرگونه اطلاعاتی که با عملکرد و وضعیت مالی شرکت ارتباط داشته باشد می‌تواند بر قیمت سهام تاثیرگذار باشد. در شرکت‌های خانوادگی ممکن است به دلیل ساختار مالکیت خاص این شرکت‌ها، حفظ منافع خانواده بر حفظ منافع سهامداران جزء ارجحیت یابد. هدف اصلی این پژوهش بررسی مقایسه‌ای خطر سقوط قیمت سهام و بیش‌ارزش‌گذاری سهام در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از اطلاعات ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد به طور متوسط شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی با مالکیت گسترده‌تر، خطر سقوط قیمت سهام کمتری دارند. همچنین هیچ تفاوتی در بیش‌ارزش‌گذاری بین شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی وجود ندارد. بر اساس یافته‌های پژوهش، هرچه شرکت‌ها تحت مالکیت یک خانواده قرار گیرند، احتمال اینکه در آینده با کاهش شدید قیمت سهام رو به رو شوند، کمتر است. دلیل این امر می‌تواند کنترل دقیق‌تر و قوی‌تر یک خانواده به صورت متمرکز بر عملکرد شرکت، فعالیت شرکت و همچنین تصمیمات مدیران باشد. به بیان دیگر مالکیت خانوادگی، مالکیتی متمرکز و یکپارچه بوده که براساس یافته‌های پژوهش می‌توان گفت مالکیت یکپارچه نسبت به یک مالکیت گسترده می‌تواند موجب کاهش خطر ریسک سقوط سهام شود.

واژه‌های کلیدی: بیش‌ارزش‌گذاری سهام، ریسک سقوط قیمت سهام، مالکیت خانوادگی

۱- مقدمه

در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، شرکت‌های خانوادگی به شکل سازمان یافته، سهم قابل توجهی را در بازار سرمایه دارا هستند. اگر چه شرکت‌های خانوادگی حضور فعال و قابل توجهی در میان شرکت‌های سهامی عام دارند، اما شرکت‌های خانوادگی با شرکت‌های غیر خانوادگی 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 غیر خانوادگی 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 هزینه سهامداران اقلیت ترجیح دهند که این موضوع می‌تواند بر ارزش شرکت اثر منفی بگذارد. افزون 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 غیر خانوادگی، 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. اما از سوی دیگر بر اساس تئوری نمایندگی، می‌توان خطر اخلاقی را نتیجه‌ی تملک شرکت‌ها به صورت خانوادگی دانست.

با توجه به تاثیرپذیری قیمت سهام از عوامل گوناگون درونی و بیرونی، هر گونه اطلاعاتی که با عملکرد و وضعیت مالی شرکت ارتباط داشته باشد، می‌تواند بر قیمت سهام تاثیرگذار باشد (نصیرزاده و کریمی‌پور، ۱۳۸۹). شرکت‌های خانوادگی می‌توانند بر درک مثبت سهامداران خود نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی سرمایه‌گذاری کنند؛ زیرا این شرکت‌ها به عنوان منبع قابل اعتماد بودن و معتبر بودن دیده می‌شوند (سرینیدی و لیائو، ۲۰۲۰). از طرفی مفهوم ارزش برای سرمایه‌گذاران از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بدیهی است که هدف گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاری همواره حداکثر کردن سود است و مدیران به عنوان نمایندگان سرمایه‌گذاران که به رتق و فتق امور سیاست‌گذاری و عملیاتی شرکت مشغول هستند موظفند ثروت سرمایه‌گذاران را به حداکثر برسانند (قالیباف اصل و بابالویان، ۱۳۹۳). زمانی که ساختار هیئت‌مدیره شرکت‌ها از اعضای خانواده باشند، ارزش شرکت‌ها کاهش پیدا می‌کند، چرا که مدیران خانوادگی به دنبال رسیدن به اهداف و منافع شخصی خود هستند و برنامه‌های مدیریتی را به سمتی سوق می‌دهند که در نهایت به رضایت شخصی خود و خانواده‌شان می‌انجامد (دارابی و زارعی، ۱۳۹۶). پژوهش‌های انجام شده در خارج از کشور مربوط به کشورهایی با اقتصاد پیچیده و پیشرفته بوده و در کشورهای در حال توسعه، تاکنون پژوهشی در این زمینه انجام نشده است. از این رو انجام پژوهشی که به بررسی سقوط قیمت سهام و ارزش شرکت‌های خانوادگی بپردازد، ضروری است. از طرفی در سال‌های اخیر، در ایران پژوهش‌های انجام شده در مورد ساختار مالکیت شرکت‌ها، بیشتر متوجه مالکیت‌های نهادی و سهامداران عمده حقوقی بوده است و به

ساختارهای مالکیت خصوصی و خانوادگی کمتر توجه شده است. از اینرو در این پژوهش به بررسی مقایسه‌ای خطر سقوط قیمت سهام و بیش‌ارزش‌گذاری سهام در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی پرداخته می‌شود.

۲- مبانی نظری پژوهش

بسیاری از پژوهشگران نظیر چن و همکاران (۲۰۰۱) بر این باورند که تغییرات قیمت سهام یک شرکت از مدیریت اطلاعات داخلی آن ناشی می‌شود. یعنی اطلاعات به صورت تصادفی وارد بازار شده و فرایند انتشار اطلاعات بدون توجه به خوب یا بد بودن آن، به صورت سیستماتیک انجام می‌گیرد. اما مدیران همواره انگیزه دارند تا اطلاعات و اخبار منفی را از سرمایه‌گذاران پنهان کرده و آنها را در داخل شرکت انباشت کنند. نتیجه این عملیات منجر به این می‌شود که تصویر واحد تجاری بهتر از وضعیت واقعی به نظر رسیده و انگیزه افراد برون سازمانی برای سرمایه‌گذاری در واحد تجاری افزایش یابد. اگر مدیران قادر به پنهان نمودن اخبار بد برای یک مدت زمان طولانی باشند، به نظر می‌رسد که اطلاعات منفی درون یک شرکت ذخیره خواهد شد. این محدودیت به این دلیل است که اگر در یک زمان خاص، مقدار اخبار بد جمع‌آوری شده به یک آستانه و یا حد مشخص و ویژه‌ای رسیده، از آن به بعد ادامه پنهان نمودن آنها یا بسیار پرهزینه بوده و یا به طور کلی غیرممکن خواهد شد. زمانی که جمع‌آوری اخبار بد به آخرین نقطه (نقطه سرازیری) رسید، همه آنها به طور ناگهانی انتشار یافته و موجب بازده‌های منفی بالا، برای سهامی می‌شود که بازار با آنها سازگاری یافته است و این همان سقوط قیمت‌ها است (چن و همکاران، ۲۰۱۷).

۲-۱- سقوط قیمت سهام

موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام، طی سال‌های اخیر و به ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری از دانشگامیان و افراد حرفه‌ای را به خود جلب کرده است. این تغییرات، به دو صورت سقوط و جهش قیمت سهام رخ می‌دهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده‌ی سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده می‌شود، در مقایسه با جهش بیش‌تر مورد توجه پژوهش‌گران قرار گرفته است (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱). تعریف سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است:

(۱) سقوط قیمت سهام، یک تغییر بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه‌ی مهم اقتصادی رخ می‌دهد.

(۲) این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی هستند.

(۳) سقوط قیمت سهام، یک پدیده‌ی واگیردار در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود، بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود.

هر یک از ویژگی‌های سه‌گانه فوق، در مجموعه‌ای از حقایق تجربی، مستدل و قوی ریشه دارد. در رابطه با ویژگی نخست، هاتون و همکاران (۲۰۰۹) بیان می‌کنند که بسیاری از تغییرات بزرگی که بعد از جنگ جهانی در شاخص «S & P500» رخ داده است و به ویژه سقوط بازار در اکتبر ۱۹۸۷، به دلیل افشای اخبار مربوط به یک رویداد مهم

و قابل توجه نبوده است. ویژگی دوم تعریف فوق، ناشی از یک عدم تقارن تجربی و قابل توجه در تغییرات بازده بازار است. بدین معنی که تغییرات بزرگ در قیمت بیش‌تر به صورت کاهش و کم‌تر به صورت افزایش بوده است. سومین ویژگی تعریف سقوط قیمت سهام، این است که سقوط، پدیده‌ای است که تمام بازار را در بر می‌گیرد. بدین معنی که این پدیده به تمام انواع سهام موجود در بازار سرایت می‌کند (اندرو و همکاران، ۲۰۱۳).

۲-۲- ارزش‌گذاری و بیش‌ارزش‌گذاری قیمت سهام

اطلاعات مربوط به قیمت سهام شرکت‌ها مهم‌ترین اطلاعاتی هستند که علاقمندان و استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی شرکت‌ها در تصمیم‌گیری‌های خود از آن بهره می‌برند؛ چراکه عموماً ارزش هر شرکت را با بررسی ارزش کل سهام آن شرکت در بازار تعیین می‌کنند. با توجه به تاثیر پذیری قیمت سهام از عوامل گوناگون درونی و بیرونی، هر گونه اطلاعاتی که با عملکرد و وضعیت مالی شرکت ارتباط داشته باشد می‌تواند بر قیمت سهام تاثیر گذار باشد (نصیرزاده و کریمی پور، ۱۳۸۹).

بیش‌ارزش‌گذاری زمانی رخ می‌دهد که قیمت سهام یک شرکت در بازار به صورت معنی‌داری از ارزش واقعی آن بیشتر باشد. این تعریف به این معنی است که این شرکت‌ها قادر نیستند خود را از کاهش قیمت شدید در آینده نجات دهند، مگر اینکه به صورت شانس و اتفاقی عملکردشان بتواند قیمت سهام آنها را توجیه کند. در واقع احتمال وقوع چنین شانس بسیار اندک است. بنابراین، مدیران باید انتظار داشته باشند که بزودی قیمت سهام شرکت تحت مدیریتشان دچار افت شدید شود، اما آنها می‌توانند با ایجاد آگاهی در بین بازار و جامعه از بروز صدمات سنگین جلوگیری کنند. جامعه اغلب فکر می‌کند که چگونه با وجود این همه تکنولوژی نوین، ارتباط از راه دور و اینترنت، بیش‌ارزش‌گذاری رخ می‌دهد؟ اما این بیش‌ارزش‌گذاری ناشی از ناتوان بودن سیستم‌های ارتباطی نیست، بلکه از رفتار حيله‌گرانه و داده‌های دستکاری شده توسط مدیریت، رفتار ساده لوحانه سرمایه‌گذاران، از بین رفتن اخلاق حاکم بر رابطه نمایندگی و ناتوانی عناصر کنترلی همانند حسابرسان، بازرسان بورس و قانون‌گذاران - که تعدادی از این عناصر کنترلی به صورت عامدانه در شکل‌گیری این اخبار نادرست و دستکاری اطلاعات که سبب بیش‌ارزش‌گذاری می‌شود، شرکت دارند - می‌باشد. در این زمان مدیران و اعضای هیئت مدیره با شناخت از این نیروی سازمان یافته، نقشه بیش‌ارزش‌گذاری را برای نابودی شرکت می‌کشند (مومنی و همکاران، ۱۳۹۸).

۲-۳- مالکیت خانوادگی

ساختار مالکیت شرکت‌ها می‌تواند بسیار متنوع باشد و طیف وسیعی از سهامداران حقیقی و حقوقی می‌توانند در این ساختار ایفای نقش کنند. حضور سهامداران حقیقی از یک خانواده یا فامیل با در اختیار داشتن درصد بالای سهام و یا حضور آن‌ها در هیئت مدیره به نوعی خانوادگی بودن مالکیت شرکت را نشان می‌دهد (اندرسون و ریب، ۲۰۰۳). 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 (رحمانی، ۱۳۹۶).

مهم‌ترین مسأله در تحقیقات مربوط به شرکت‌های خانوادگی، تعریف اینگونه شرکت‌ها است. شرکت‌های خانوادگی را از جنبه‌های گوناگون، می‌توان تعریف کرد. عضویت اعضای خانواده در هیأت مدیره، درصد مالکیت سهام از سوی اعضای خانواده و کنترل یا نفوذ قابل ملاحظه خانواده در شرکت، از عواملی است که شرکت‌های خانوادگی به وسیله آن، تعریف می‌شود. به طور مثال اهرهاردت و نواک (۲۰۰۳) شرکت‌های خانوادگی را شرکت‌هایی تعریف نموده‌اند که یک یا چند نفر از یک یا دو خانواده، صاحب حداقل پنجاه درصد از حقوق صاحبان سهام باشند. اندرسون و ریب (۲۰۰۳) میزان تملک هجده درصد از سهام عادی توسط خانواده را شرط تعریف شرکت‌های خانوادگی عنوان نموده‌اند و شرکت خانوادگی را این طور تعریف نموده‌اند: «شرکتی که مؤسس یا یکی از اعضای نسبی یا سببی خانواده، عضو هیأت مدیره، مدیر اجرایی یا مالک حداقل ۵ درصد از سهام شرکت، به صورت فردی یا گروهی باشند». در همین سال ونگ در پژوهش خود شرکتی را خانوادگی تعریف نموده که میزان زیادی از سهام آنان، در دست اعضای خانواده باشد و این افراد به طور فعالی، در مدیریت و هیأت مدیره شرکت، مشارکت داشته باشند.

در سال ۲۰۱۰ مرکز تحلیل گران و انتشاردهندگان داده‌های بورس آلمان شاخصی را برای تعریف شرکت‌های خانوادگی ارائه نمود که طبق آن شرکتی به عنوان خانوادگی معرفی می‌شود که یکی از دو شرط زیر را دارا باشد: (الف) خانواده مؤسس حداقل ۲۵ درصد سهام عادی را در اختیار داشته باشد. و یا (ب) یکی از اعضای خانواده هیأت مدیره عضویت داشته و حداقل ۵ درصد از سهام عادی را در اختیار داشته باشد.

در ایران، کمیته تدوین استانداردهای حسابداری در بند ۸ استاندارد حسابداری شماره ۲۰ عنوان می‌کند، در صورتیکه سهامداران حداقل ۲۰ درصد از قدرت رأی در واحد سرمایه پذیر را داشته باشند، در این صورت بر شرکت نفوذ قابل ملاحظه دارند. همچنین طبق ماده ۱۰۷ قانون تجارت ایران کلیه شرکت‌های سهامی عام ملزم به تشکیل هیأت مدیره‌ای از صاحبان سهام می‌باشند که می‌بایست تعداد این هیأت حداقل ۵ نفر باشند، لذا منطقاً می‌توان استنباط نمود، چنانچه سهامداری مالک ۲۰ درصد سهام شرکت باشد به عنوان یکی از اعضای هیأت مدیره مطرح و از این طریق می‌تواند بر عملیات شرکت اعمال کنترل نماید.

۲-۴- نقش مالکیت خانوادگی در ارزش‌گذاری و سقوط قیمت سهام

مفهوم ارزش برای سرمایه‌گذاران از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بدیهی است که هدف گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاری همواره حداکثر کردن سود است و مدیران به عنوان نمایندگان سرمایه‌گذاران که به رتق و فتق امور سیاست‌گذاری و عملیاتی شرکت مشغول هستند موظفند ثروت سرمایه‌گذاران را به حداکثر برسانند (قالیباف اصل و بابالویان، ۱۳۹۳). زمانی که ساختار هیئت مدیره شرکتها از اعضای خانواده باشند، ارزش شرکتها کاهش پیدا می‌کند، چرا که مدیران خانوادگی به دنبال رسیدن به اهداف و منافع شخصی خود هستند و برنامه‌های مدیریتی را به سمتی سوق می‌دهند که در نهایت به رضایت شخصی خود و خانواده‌شان می‌انجامد (رجبی خانقاه ۱۳۹۶). در شرکت‌های خانوادگی ممکن است به دلیل ساختار مالکیت خاص این شرکت‌ها، حفظ منافع خانواده بر حفظ منافع سهامداران جزء ارجحیت یابد، در نتیجه به دلیل اینکه سهامداران جزء کمتر به اطلاعات مهم و اساسی شرکت دسترسی دارند، همواره این خطر احساس می‌شود که منافع این گروه در معرض خطر به خصوص

در بلندمدت قرار گیرد (مهرآذین و همکاران، ۱۳۹۲). شرکت‌های خانوادگی می‌توانند بر درک مثبت سهامداران خود نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی سرمایه‌گذاری کنند زیرا این شرکت‌ها به عنوان منبع قابل اعتماد بودن و معتبر بودن دیده می‌شوند (آقامیرمهدی، ۱۳۹۷).

اندرسون و ریب (۲۰۰۳) دریافتند که شرکت‌های خانوادگی عملکرد بهتری دارند و ارزش ذاتی بالاتری نسبت به شرکت‌های مشابه غیر خانوادگی دارند. علاوه بر این، شرکت‌های خانوادگی هزینه بدهی کمتری دارند. روی هم رفته، این مطالعات نشان می‌دهد که شرکت‌های خانوادگی عملکرد بهتری دارند و ریسک کمتری نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی مشابه دارند. بنابراین، بهبود عملکرد و کاهش خطر می‌تواند خطر سقوط شرکت‌های خانوادگی را کاهش دهد.

مطالعات نشان می‌دهد که اثر محصورسازی، عدم افشای انتخابی اخبار بد توسط مدیران را افزایش می‌دهد و در نتیجه خطر سقوط سهام را افزایش می‌دهد. با این حال، کدورت باعث می‌شود سهامداران غیر خانواده بیش از حد احتیاط کنند تا از سلب مالکیت جلوگیری کنند. این امر باعث می‌شود ارزش گذاری بیش از حد کم شود. ارزش‌گذاری کمتر، خود نیز خطر سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد. از طرفی دیگر، همسویی بیشتر بین سرمایه‌گذاران و مدیران در شرکت‌های خانوادگی باید خطر سقوط را کاهش دهد، در حالی که محصور سازی افراد داخلی می‌تواند خطر سقوط را افزایش دهند زیرا آنها اطلاعات سهامداران اقلیت را حفظ نمی‌کنند یا کاهش می‌دهند.

۲-۵- پیشینه پژوهش

یانگ و همکاران (۲۰۲۳)، با اقتباس از نظریه نمایندگی، به بررسی اثر تعدیل‌کنندگی مشارکت خانوادگی بر رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی با ریسک سقوط قیمت سهام در بازار سرمایه چین پرداخته‌اند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت (CSR) بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر منفی می‌گذارد و چنین همبستگی منفی برای شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی قوی‌تر است. سه عامل مشارکت خانواده، بصورت مشارکت عضوی از خانواده به عنوان مدیر عامل، سهم کمتر پاداش متغیر مدیر عامل و کنترل بیشتر خانواده، می‌تواند اثر کاهش‌دهندگی مسئولیت‌پذیری اجتماعی را بر ریسک سقوط قیمت سهام تقویت کند. با این وجود، یک جانشین نسل دوم خانواده به عنوان مسئول اجرایی شرکت، هیچ اثر تعدیل‌کننده‌ای اعمال نمی‌کند. یافته‌های پژوهش آنها، درک رابطه «مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت - ریسک سقوط قیمت سهام» را از دیدگاه کسب و کار خانوادگی ارتقا داده و بر نقش مهم مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت در تثبیت بازار سهام تأکید می‌کند.

سیرینیدی و لیائو (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی شرکت‌های خانوادگی و خطر سقوط قیمت سهام در آمریکا پرداختند. نتایج بررسی‌ها نشان داد که پس از کنترل بیش‌ارزش‌گذاری، شرکت‌های خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی مشابه، خطر سقوط کمتری دارند. افزون بر این، حاکمیت شرکتی بهتر خطر سقوط را کاهش می‌دهد. چنگ و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر رشد بدهی کوتاه مدت با هدف سرمایه‌گذاری بلند مدت بر خطر سقوط قیمت سهام در بازار بورس چین پرداختند. نتایج حاصل از بررسی‌ها نشان داد که رشد بدهی کوتاه مدت

با هدف سرمایه‌گذاری بلند مدت منجر به افشای کمتر اطلاعات، افزایش ریسک اطلاعات و کاهش شفافیت اطلاعات می‌شود که این امر در نهایت خطر سقوط قیمت سهام را تشدید می‌کند.

دنگ و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی رابطه بین محدودیت‌های فروش کوتاه مدت و خطر سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج نشان داد که رفع محدودیت‌های فروش کوتاه مدت منجر به کاهش چشمگیر ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود. به عبارت دیگر رفع محدودیت‌های فروش کوتاه مدت با محدود کردن احتکار اخبار مدیریتی و بهبود راندمان سرمایه‌گذاری در شرکت خطر سقوط را کاهش می‌دهد.

هیم یانگ و لنتو (۲۰۱۸) به انجام پژوهشی با عنوان ساختار مالکیت، کیفیت حسابرسی، ساختار هیئت مدیره و خطر سقوط قیمت سهام در چین پرداختند. نتایج بررسی‌ها نشان داد که ساختار مالکیت قوی و کیفیت بالا حسابرسی با کاهش ریسک سقوط قیمت سهام همراه است و این وابستگی به دلیل استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی و اصلاحات تقسیم سهم نسبت به قبل آن قوی‌تر است. همچنین ساختار هیئت مدیره به طور قابل توجهی با ریسک سقوط قیمت سهام در ارتباط نیست.

دانگ و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی سررسید بدهی شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام در آمریکا طی سال‌های ۲۰۱۴-۱۹۸۹ پرداختند. نتایج حاصل از بررسی‌ها نشان داد که رابطه معکوس بین بدهی کوتاه مدت و ریسک سقوط قیمت سهام در آینده برای شرکت‌هایی که به دلیل ضعف حاکمیت شرکتی، عدم تقارن اطلاعات بالاتر و ریسک‌پذیری نظارت بیشتری دارند، بیشتر است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که جایگزینی بدهی کوتاه مدت برای سایر سازوکارهای نظارت در مهار فرصت طلبی مدیریتی و کاهش خطر سقوط قیمت سهام در آینده بهتر است. به عبارت دیگر بدهی کوتاه مدت نه تنها منافع طلبکاران را حفظ می‌کند بلکه از ثروت سهامداران نیز حمایت می‌کند. شرکت‌هایی که سهم بیشتری از بدهی‌های کوتاه مدت دارند، ریسک سقوط قیمت سهام در آینده پایین‌تر دارند.

میشرا و همکاران (۲۰۰۱) نشان دادند که در شرکت‌های با مالکیت خانوادگی، ارزش شرکت به صورت معناداری از شرکت‌های با مالکیت غیرخانوادگی بیشتر است. همچنین اندرسون و ریب (۲۰۰۳) با استفاده از اطلاعات شرکت‌های اس‌اندپی ۵۰۰، دریافتند که شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی، عملکرد بهتری از خود نشان داده‌اند. ونگ (۲۰۰۶) نیز به این نتیجه رسید مالکیت متمرکز، جریان اطلاعات حسابداری را برای افراد بیرونی، کند می‌کند. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش افشا در حسابداری می‌شود و اعضای خانواده در شرکت، انگیزه و فرصت این را خواهند داشت که سود حسابداری را دستکاری کنند. بنابراین، برای مالکیت خانوادگی کیفیت سود کمتری به وجود می‌آید.

دریاباری و همکاران (۱۴۰۲) با استفاده از رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری به بررسی رابطه بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت و مطالعه اثر تعدیل‌کنندگی کمیته حسابرسی بر این رابطه طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که قابلیت مقایسه صورت‌های مالی موجب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت می‌گردد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که کمیته

حسابرسی رابطه منفی بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را تعدیل و تشدید می‌کند.

شهریاری و فدایی (۱۳۹۹) به بررسی تاثیر توانایی مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش دوره تصدی مدیر عامل و رقابت در بازار محصول در دوره ۸ ساله ۱۳۹۷-۱۳۹۰ بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که توانایی مدیران تاثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. همچنین نتایج نشان داد که با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌کنندگی دوره تصدی مدیر عامل، توانایی مدیران تاثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. سایر نتایج نشان داد که با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌کنندگی رقابت در بازار محصول، توانایی مدیران تاثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

طباطبائی و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی تاثیر افشای ریسک کل و انواع آن بر ریسک سقوط قیمت سهام طی دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷ در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج پژوهش بیانگر این است که افشای ریسک کل تاثیر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارند. همچنین انواع افشای ریسک شامل ریسک مالی، ریسک غیرمالی عملیاتی و ریسک غیرمالی راهبردی بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر منفی و معناداری دارند.

طولابی و امجدیان (۱۳۹۹) به بررسی تاثیر مالکیت مدیریتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۵ پرداختند؛ نتایج پژوهش نشان داد که بین مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود ندارد که این نتیجه با یافته‌های چن و ژانگ (۲۰۱۶)، در تضاد است، همچنین نتایج حاکی از آن است که رابطه بین مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با هزینه نمایندگی بالاتر از نظر آماری معنادار نمی‌باشد.

برزگر و خاتمی (۱۳۹۸) به بررسی تاثیر مالکیت مدیریتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در ۱۱۵ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ پرداختند. نتیجه برآورد مدل‌های پژوهش با استفاده از داده‌های ترکیبی نشان داد که بین متغیر مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی با افزایش مالکیت مدیریتی، ریسک سقوط قیمت سهام افزایش می‌یابد. به علاوه هزینه نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام تاثیرگذار است. بدین معنی که تاثیر مالکیت مدیریتی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکتهایی که هزینه‌های نمایندگی بالاتری دارند، بیشتر است.

۳- روش شناسی پژوهش

این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است، که با استفاده از داده‌های مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تحلیل رابطه‌ی همبستگی می‌پردازد. پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی و از نظر هدف جزو پژوهش‌های کاربردی محسوب می‌شود.

داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه ها با استفاده از بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، وب‌گاه مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی این سازمان به نشانی www.rdis.ir و نرم افزارهای رهاورد نوین و تدبیر پرداز گردآوری شده است که پس از جمع آوری اطلاعات کمی برای آزمون فرضیات این اطلاعات با استفاده از صفحه گسترده اکسل طبقه‌بندی و جهت تجزیه تحلیل از نرم افزار ایویوز استفاده شده است.

۳-۱- جامعه و نمونه پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد بدین منظور کلیه شرکتهای جامعه آماری که دارای شرایط زیر باشند، به عنوان نمونه انتخاب و مابقی حذف شده اند:

- ۱) اطلاعات مالی شرکتهای نمونه در دسترس باشند.
 - ۲) شرکتهای نمونه توقف معاملاتی بیش از ۶ ماه طی دوره زمانی تحقیق نداشته باشند. چون اطلاعات قیمت سهام، ارزش بازاری و بازدهی شرکت که در این تحقیق استفاده شده برای این نوع شرکتها معتبر نیست.
 - ۳) اطلاعات مربوط به داده‌های صورت‌های مالی از ابتدای سال مالی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ در دسترس باشند.
 - ۴) عدم تغییر دوره مالی طی قلمرو زمانی تحقیق داشته باشند.
 - ۵) شرکتهای عضو صنایع سرمایه گذاری، بانکها، هلدینگ، بیمه، نهادهای پولی نباشند. چون اینگونه صنایع، ویژگی های عملکردی و بازدهی متفاوتی از سایر شرکتهای دارند.
- تعداد شرکتهای نمونه و نحوه فیلتر شدن آنها در جدول زیر گزارش شده است:

جدول ۱: تعداد شرکتهای نمونه

تعداد شرکتهای پذیرفته شده تا پایان سال ۱۳۹۹	تعداد شرکتهای فیلتر شده	تعداد شرکتهای نمونه
۵۶۷	۱۱۲	۴۵۵
شرکتهای پذیرفته شده بعد از سال ۱۳۹۳	۱۱۵	۳۴۰
در دسترس نبودن اطلاعات مالی	۹۸	۲۴۲
توقف معاملاتی بیش از ۶ ماه	۴۴	۱۹۸
در دسترس نبودن داده‌ها در بازه زمانی پژوهش	۱۹	۱۷۹
تغییر دوره مالی	۶۵	۱۱۴
شرکتهای سرمایه‌گذاری، بانکها، نهادهای پولی، بیمه‌ها و...		۱۱۴

به این ترتیب از بین شرکتهای جامعه آماری ۱۱۴ شرکت به عنوان نمونه پژوهش، انتخاب گردیدند.

۳-۲- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری بخش ۲-۴ درخصوص نقش مالکیت خانوادگی در سقوط قیمت سهام و ارزش‌گذاری شرکت‌ها، فرضیه‌های پژوهش بشرح زیر بیان می‌گردد:

فرضیه ۱: به طور متوسط شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی مشابه با مالکیت گسترده، خطر سقوط قیمت سهام کمتری دارند.

فرضیه ۲: هیچ تفاوتی در بیش ارزش‌گذاری بین شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی وجود ندارد.

۳-۳- مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش

مدلهای تحقیق بر گرفته از تحقیق سرینیدی و لیائو (۲۰۲۰) و به قرار زیر است:

مدل رگرسیونی برای بررسی فرضیه اول:

$$CRASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 FAMILY_{it-1} + \beta_2 SIGMA_{it-1} + \beta_3 LAT_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \beta_5 ROA_{it-1} + \beta_6 OPAQUE_{it-1} + \beta_7 CSCORE_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

مدل رگرسیونی برای بررسی فرضیه دوم:

$$OVER_{it} = \beta_0 + \beta_1 FAMILY_{it} + \beta_2 BIG_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SIGMA_{it} + \beta_7 CSCORE_{it} + \beta_8 LAT_{it} + \beta_9 OPAQUE_{it} + \beta_{10} EM_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای وابسته

ریسک سقوط قیمت سهام ($CRASH_{it}$): اگر قیمت سهم شرکتی در یک دوره دچار کاهش شدید شده باشد، قیمت سهم آن شرکت در آن دوره سقوط کرده است. از آنجا که ممکن است این کاهش شدید قیمت سهم در نتیجه کاهش عمومی قیمت‌ها در بازار باشد، باید به وضعیت عمومی بازار نیز توجه داشت. به همین منظور برای محاسبه بازده خاص شرکت از مدل رگرسیون سری زمانی به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$R_{i\theta} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,\theta-2} + \alpha_1 R_{m,\theta-1} + \alpha_1 R_{m,\theta} + \alpha_1 R_{m,\theta+1} + \alpha_1 R_{m,\theta+2} + \varepsilon_{i\theta}$$

در رابطه بالا:

R_i : معرف بازدهی سالانه شرکت

R_m : معرف بازدهی سالانه بازار (شاخص هم وزن)

θ : معرف سال

باقیمانده رابطه بالا بازده خاص شرکت نسبت به بازار را نشان می‌دهند که برای نزدیک کردن توزیع آن‌ها به توزیع نرمال از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$W_{i\theta} = Ln(1 + \varepsilon_{i\theta})$$

در این رابطه:

$W_{i\theta}$: معرف بازده خاص شرکت

ابتدا میانگین بازده خاص شرکت‌ها محاسبه و سپس داده‌های مربوط به آن به دو دسته کمتر از میانگین و بیشتر از میانگین تفکیک شده و انحراف معیار هر کدام به طور مجزا محاسبه شده است. سپس مقدار شاخص از رابطه اول محاسبه می‌شود.

$$CRASH_{it} = \left(\frac{Down_{it}}{Up_{it}} \right)$$

$Down_{it}$: انحراف معیار مشاهدات کمتر از میانگین

Up_{it} : انحراف معیار مشاهدات بزرگ تر از میانگین

بیش از حد ارزشگذاری ($OVER_{it}$): برای اندازه‌گیری بیش ارزش گذاری سهام بر اساس روش هامز و اسکاتز (۲۰۱۰) و هامز و همکاران (۲۰۱۳) از نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E) استفاده شده است. در این روش P/E شرکت و صنعت ای که شرکت در آن فعال هست محاسبه می‌شود. در صورتی P/E شرکت بیشتر از صنعت باشد نشان دهنده بیش ارزش گذاری بوده و مقدار این متغیر یک است در غیر این صورت صفر.

متغیر مستقل:

شرکت های خانوادگی ($FAMILY_{it}$): شرکت‌های خانوادگی، متشکل از خانواده‌هایی هستند که ساختار مالکیت را تشکیل می‌دهند و در مجموع دارای حداقل ۲۰ درصد از سهام شرکت می‌باشند تا بتوانند طبق استاندارد شماره ۲۰ حسابداری دارای نفوذ موثری باشند. لذا چنانچه حداقل ۲۰ درصد سهام دارای حق رای شرکت‌های نمونه بطور مستقیم توسط یک خانواده نگهداری شود به متغیر عدد یک و در غیر اینصورت به آن عدد صفر اختصاص پیدا می‌کند.

متغیرهای کنترلی:

مدیریت سود تعهدی شرکت بر اساس اقلام تعهدی اختیاری (EM_{it}): مدل استفاده شده برای محاسبه مقدار مدیریت سود بر اساس اقلام تعهدی مدل استفاده شده توسط کازنیک (۱۹۹۹) بشرح زیر می‌باشد:

$$\frac{TAC_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_0 \left(\frac{1}{TA_{it-1}} \right) + \alpha_1 \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{TA_{it-1}} + \alpha_2 \left(\frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta CFO_{it}}{TA_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

TAC_{it} : جمع اقلام تعهدی (سود عملیاتی منهای جریان‌های نقدی عملیاتی) در سال t برای شرکت تحت مطالعه i

TA_{it-1} : جمع دارایی‌های در سال $t-1$ برای شرکت تحت مطالعه i

ΔREV_{it} : تغییرات درآمد طی سال $t-1$ تا t برای شرکت تحت مطالعه i

ΔREC_{it} : تغییرات حساب‌ها و اسناد دریافتنی طی سالهای $t-1$ تا t برای شرکت‌های تحت مطالعه i

PPE_{it} : مبلغ ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات در سال t برای شرکت‌های تحت مطالعه i

ΔCFO_{it} : تغییرات جریان نقد عملیاتی

ε_{it} : مجموع خطای رگرسیون، فرض بر این است که به صورت مقطعی نا همبسته و دارای توزیع نرمال با میانگین صفر هستند.

سپس این ضرایب برآوردی حاصل از رگرسیون‌های شرکت‌های تحت مطالعه در هر سال به تعداد ۱۱۴ شرکت در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹، برای برآورد میزان اقلام تعهدی مدیریت‌شده (اختیاری) برای هر شرکت نمونه از طریق کسر نمودن اقلام تعهدی مدیریت نشده از جمع اقلام تعهدی به شرح زیر به دست می‌آید.

$$EM_{it} = \frac{TAC_{it}}{TA_{it-1}} - \alpha_0 \left(\frac{1}{TA_{it-1}} \right) - \alpha_1 \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{TA_{it-1}} - \alpha_2 \left(\frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} \right) - \alpha_3 \left(\frac{\Delta CFO_{it}}{TA_{it-1}} \right)$$

EM_{it} : اجزای مدیریت‌شده اقلام تعهدی شرکت تحت مطالعه i در سال t که معادل جمع اقلام تعهدی اختیاری است و نشانگر میزان مدیریت سود بر اساس اقلام تعهدی اختیاری است.

محافظه کاری شرطی ($CSCORE_{it}$): در این تحقیق از مدل باسو (۱۹۹۷) برای محاسبه محافظه کاری شرطی با داده‌های گردآوری شده پژوهش در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ استفاده شده، که به قرار زیر است:

$$E_{it}/P_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 R_{it} + \beta_2 DR_{it} + \beta_3 R_{it} * DR_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

E_{it} : سود قبل از اقلام غیر مترقبه؛ P_{it-1} : ارزش بازار سرمایه در ابتدای دوره؛ R_{it} : بازده سالانه سهام؛ و DR_{it} : یک متغیر دو وجهی (صفر و یک) است که اگر بازده سالانه منفی باشد، مقدار آن برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر خواهد بود. β_2 پاسخ سود را نسبت به بازده‌های مثبت اندازه‌گیری می‌کند. $\beta_2 + \beta_3$ پاسخ سود را نسبت به بازده‌های منفی اندازه‌گیری می‌کند. در صورتی که $\beta_2 + \beta_3$ بزرگتر از β_2 باشد، یعنی $\beta_3 > 0$ در این صورت محافظه کاری وجود دارد. به عبارتی برای مقدارهای که $\beta_3 > 0$ محافظه کاری شرطی مقدار یک به خود اختصاص داده در غیر این صورت صفر است.

نوسانات بازده ($SIGMA_{it}$): انحراف معیار بازده سهام در طی سه سال گذشته

اهرم مالی (LEV_{it}): نسبت بدهی کل بر ارزش دفتری دارایی‌ها

بازده دارایی‌ها (ROA_{it}): نسبت سود خالص بر ارزش دفتری دارایی‌ها

نوسانات مدیریت سود ($OPAQUE_{it}$): انحراف معیار سه دوره متغیر EM_{it}

اندازه شرکت (LAT_{it}): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌ها

ارزش بازار به دفتری (MTB_{it}): نسبت ارزش بازاری شرکت تقسیم بر ارزش دفتری آن

اندازه حسابرس (BIG_{it}): با توجه با تفاوت قابل ملاحظه تعداد مدیران و کارکنان سازمان حسابرسی دولتی با موسسات حسابرسی غیردولتی، لذا برای اندازه‌گیری این متغیر، چنانچه حسابرس شرکت، سازمان حسابرسی باشد مقدار یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است.

۴- آمار توصیفی

با در نظر گرفتن معیارهای اشاره شده در فصل سوم، راجع به انتخاب نمونه و تأثیر آن روی اندازه نمونه در کل از ۱۱۴ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ در این تحقیق استفاده شد. با توجه به اینکه از روش ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطعی برای آزمون فرضیات استفاده می‌شود، لذا تعداد مشاهدات سال شرکت براساس داده‌های ترکیبی، ۷۹۸ مشاهده بوده است و شرکت‌ها به طور کاملاً تصادفی بین صنایع توزیع شده‌اند.

جدول ۲: آمار توصیفی

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	تعداد مشاهده
ریسک سقوط قیمت‌سهام	۰.۳۵۳۳۱۶	۰.۳۴۵۲۶۵	۰.۷۹۳۴۴۷	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۱۶۶۴۴۰	۷۹۸
بیش ارزش‌گذاری سهام	۰.۵۶۵۳۲۷	۱.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۴۹۶۰۲۶	۷۹۸
شرکت‌های خانوادگی	۰.۱۴۱۶۰۴	۰.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۳۴۸۸۶۲	۷۹۸
مدیریت سود تعهدی	-۰.۰۱۷۲۳۵	-۰.۰۱۰۱۷۷	۰.۴۳۸۱۶۳	-۰.۶۷۸۶۵۵	۰.۱۱۷۰۵۳	۷۹۸
محافظه‌کاری شرطی	۰.۲۳۳۰۸۳	۰.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۴۲۳۰۶۰	۷۹۸
نوسانات بازده	۰.۷۵۵۸۳۷	۰.۵۵۴۹۸۵	۴.۸۷۸۸۵۸	۰.۰۱۲۶۴۳	۰.۷۶۹۸۶۷	۷۹۸
اهرم مالی	۰.۵۷۳۵۸۷	۰.۵۷۱۲۱۵	۱.۳۳۳۶۰۶	۰.۰۲۵۴۳۰	۰.۲۲۶۳۷۵	۷۹۸
بازده دارایی‌ها	۰.۱۱۸۱۰۲	۰.۰۹۳۶۳۵	۰.۶۸۱۹۷۷	-۰.۴۰۴۴۶۲	۰.۱۵۴۱۶۷	۷۹۸
نوسانات مدیریت سود	۰.۰۶۳۹۶۰	۰.۰۴۲۹۴۲	۰.۸۹۴۸۷۴	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۸۷۱۶۹	۷۹۸
اندازه شرکت	۱۴.۶۴۷۱۶	۱۴.۵۳۶۵۷	۲۰.۳۰۷۲۲	۱۱.۱۱۶۰۲	۱.۴۹۷۱۹۵	۷۹۸
ارزش بازار به دفتری	۳.۵۳۱۰۶۴	۱.۷۱۶۵۸۴	۴۸.۲۳۴۷۵	۰.۰۲۸۹۸۵	۵.۵۶۲۷۲۸	۷۹۸
اندازه حسابرس	۰.۲۰۵۵۱۴	۰.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۴۰۴۳۳۰	۷۹۸

در جدول ۲ مشاهده می‌شود که متغیر اهرم مالی دارای میانگین ۵۷٪ بوده که به این معناست که ۵۷ درصد از دارایی‌ها در شرکت‌های مورد بررسی از محل بدهی‌ها تامین شده است. متغیر بازده دارایی‌ها دارای میانگین ۱۱٪ بوده که به این معناست که ۱۱ درصد از ارزش دفتری دارایی‌ها در شرکت‌های مورد بررسی، به سود خالص تبدیل شده است. متغیر ارزش بازار به دفتری دارای میانگین ۳۵۳٪ است که بیانگر آن است که بطور متوسط، ارزش بازاری شرکت‌های مورد بررسی، ۳.۵ برابر ارزش دفتری آن‌ها بوده است. متغیر اندازه حسابرس، دارای میانگین ۲۰ درصد است که به این معناست که حسابرس ۲۰ درصد از شرکت‌های مورد بررسی، سازمان حسابرسی بوده است.

۵- آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، ابتدا آزمون نرمال بودن، ناهمسانی واریانس، نوع توزیع با اثرات داده‌ها (F لیمر و هاسمن) و عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها انجام گرفته است.

۵-۱- آزمون نرمال بودن توزیع متغیرها

یکی از شروط لازم جهت استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون در آزمون فرضیه های تحقیق نرمال بودن توزیع متغیر وابسته است که در این تحقیق برای آزمون توزیع متغیرهای تحقیق و آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق از آماره جارکا و برا استفاده شده است.

جدول ۳: توزیع متغیر وابسته

متغیرها	آزمون جارکا و برا	ارزش احتمال
ریسک سقوط قیمت سهام	۳.۹۰۲۰۸۲	۰.۱۴۲۱۲۶
بیش ارزش‌گذاری سهام	۲.۳۱۸۲۶۷	۰.۰۶۸۲۹۸

در جدول ۳ مشاهده می‌شود که با توجه به آماره جارکا و برا (Jarque-Bera) که معناداری آن بیشتر از ۵ درصد است، توزیع متغیرهای وابسته تحقیق نرمال است.

۵-۲- آزمون ناهمسانی واریانس

برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس بین جملات اخلال در مدل‌های استفاده شده در تحقیق، از آزمون وایت استفاده شده است. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس وایت LR به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول ۴: نتایج آزمون ناهمسانی

مدل	شرح	مقدار آماره	ارزش احتمال	نتیجه
۱	LR	۲۴۸.۸۱۳۶	۰.۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس
۲	LR	۱۲۲۱.۵۹۳۸۲	۰.۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس

همانطور که مشاهده می‌شود برای آزمون مدل‌های تحقیق نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته یا EGLS است.

۵-۳- آزمون روش توزیع با اثرات ثابت یا تصادفی

به منظور بررسی نوع توزیع داده‌ها به شکل پانل با روش اثرات ثابت یا تصادفی، باید از دو آزمون F لیمر و هاسمن استفاده نمود. نتایج آزمون F لیمر به قرار زیر است:

جدول ۵: نتایج آزمون آماره F لیمر

مدل	مقدار آماره	ارزش احتمال	نتیجه
۱	۴.۸۸۱۹۰۲	۰.۰۰۰۰	داده‌ها پانل
۲	۱.۲۸۳۱۴۱	۰.۰۳۵۳	داده‌ها پانل

همانطور که مشاهده می‌شود برای آزمون مدل‌های تحقیق، اثرات وجود داشته و با استفاده از آزمون هاسمن نوع اثرات مشخص می‌گردد:

جدول ۶: نتایج آزمون هاسمن

مدل	مقدار آماره	ارزش احتمال	نتیجه
۱	۴۷.۹۶۵۰۰۴	۰.۰۰۰۰	اثرات ثابت
۲	۲۸.۷۳۳۱۳۷	۰.۰۰۰۰	اثرات ثابت

همانطور که مشاهده می‌شود در مدل‌های تحقیق، باید از روش اثرات ثابت استفاده گردد.

۴-۵ - برآورد مدل‌های رگرسیونی پژوهش

پژوهش حاضر دارای دو مدل است. در مدل اول، متغیر وابسته ریسک سقوط قیمت سهام و متغیر مستقل شرکت-های خانوادگی می‌باشد. نتایج آزمون این مدل در جدول ۷ ارائه شده است:

جدول ۷: نتایج آزمون تحلیل رگرسیون مدل اول پژوهش

$CRASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 FAMILY_{it-1} + \beta_2 SIGMA_{it-1} + \beta_3 LAT_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \beta_5 ROA_{it-1} + \beta_6 OPAQUE_{it-1} + \beta_7 GSCORE_{it-1} + \varepsilon_{it}$				
احتمال	آماره t	خطای معیار	ضریب	متغیرهای مدل
۰.۰۱۲۲	-۳.۸۳۷۰۶۸	۰.۰۱۸۳۶۶	-۰.۰۷۰۴۷۳	شرکت‌های خانوادگی (-۱)
۰.۳۴۷۹	۱.۰۳۵۴۶۱	۰.۰۰۹۸۸۴	۰.۰۱۰۲۳۵	نوسانات بازده (-۱)
۰.۰۰۳۸	-۵.۰۹۸۰۰۹	۰.۰۰۱۷۷۸	-۰.۰۰۹۰۶۵	اندازه شرکت (-۱)
۰.۵۶۷۳	۰.۶۱۱۹۱۴	۰.۰۲۴۷۷۰	۰.۰۱۵۱۵۷	اهرم مالی (-۱)
۰.۰۱۰۵	-۳.۹۸۵۸۶۱	۰.۰۱۱۴۱۹	-۰.۰۴۵۵۱۴	بازده دارایی‌ها (-۱)
۰.۰۱۶۱	۳.۵۶۸۱۲۲	۰.۰۳۳۹۰۸	۰.۱۲۰۹۸۸	نوسانات مدیریت سود (-۱)
۰.۰۰۴۱	۴.۹۹۶۱۰۲	۰.۰۰۷۱۶۴	۰.۰۳۵۷۹۳	محافظه‌کاری شرطی (-۱)
۰.۰۰۰۰	۲۱.۴۱۹۹۳	۰.۰۱۹۷۸۶	۰.۴۲۳۸۱۹	عرض از مبدا
۱۶.۰۳۵۵۷	آماره دوربین واتسون	۰.۷۳۹۴۶۱		ضریب تعیین تعدیل شده
آزمون معناداری مدل				
احتمال	آماره		آماره F	
۰.۰۰۰۰۰۰	۱۶.۳۷۳۵۷			

براساس اطلاعات جدول ۷، ارزش احتمال آماره ضریب کلی (آماره F) کوچک‌تر از ۵ درصد است که بیانگر آن است که رابطه‌ای خطی میان متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است.

همچنین در جدول ۷ مشاهده می‌شود که ارزش احتمال برای متغیر شرکت‌های خانوادگی، $0/0122$ بوده و علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور منفی است. از آنجا که مقدار ارزش احتمال کمتر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که رابطه منفی و معناداری بین شرکت‌های خانوادگی و خطر سقوط قیمت سهام وجود دارد. به بیان دیگر مالکیت خانوادگی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیری منفی و معنی داری دارد. به این ترتیب فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

افزون بر این، متغیرهای اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها ارتباط منفی و معناداری با خطر سقوط قیمت سهام دارند. اما متغیرهای نوسانات مدیریت سود و محافظه‌کاری شرطی، ارتباط مثبت و معناداری با خطر سقوط قیمت سهام دارند. و متغیرهای نوسانات بازده و اهرم مالی، ارتباط معناداری با خطر سقوط قیمت سهام ندارند. بر این اساس، عمده متغیرهای کنترلی منظور شده در مدل نیز رابطه معناداری با خطر سقوط قیمت سهام داشته‌اند. ضریب تعیین تعدیل شده نشان دهنده این است که ۷۳ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. آماره دوربین - واتسون نیز برابر با $1/60$ در بازه $1/5$ تا $2/5$ قرار گرفته لذا در مدل اول پژوهش، عدم وجود همبستگی بین باقیمانده‌ها پذیرفته می‌شود.

در مدل دوم، متغیر وابسته بیش ارزش‌گذاری سهام است و متغیر مستقل، شرکت‌های خانوادگی می‌باشد. نتایج آزمون این مدل در جدول ۸ ارائه شده است:

مطابق اطلاعات جدول ۸، ارزش احتمال آماره ضریب کلی (آماره F) کوچک‌تر از ۵ درصد است که بیانگر آن است که رابطه‌ای خطی میان متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است. همچنین در جدول ۸ مشاهده می‌شود که ارزش احتمال برای متغیر شرکت‌های خانوادگی، $0/217$ است. از آنجا که مقدار ارزش احتمال بیشتر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که رابطه معناداری بین شرکت‌های خانوادگی و بیش ارزش‌گذاری سهام وجود ندارد. به بیان دیگر هیچ تفاوتی در بیش ارزش‌گذاری بین شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی وجود ندارد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود.

همچنین متغیر نوسانات بازده ارتباط منفی و معناداری با بیش‌ارزش‌گذاری سهام دارد و متغیرهای بازده دارایی‌ها، محافظه‌کاری شرطی و مدیریت سود تعهدی ارتباط مثبت و معناداری با بیش‌ارزش‌گذاری سهام دارند. اما متغیرهای اندازه حساسیت، ارزش بازار به دفتری، اهرم مالی، اندازه شرکت و نوسانات مدیریت سود ارتباط معناداری با بیش‌ارزش‌گذاری سهام ندارند.

ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۶۴ درصد و نشان دهنده این است که ۶۴ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. آماره دوربین - واتسون در جدول ۸ برابر با $1/79$ و در بازه $1/5$ تا $2/5$ قرار گرفته لذا می‌توان بیان گفت که در مدل دوم پژوهش، عدم وجود همبستگی بین باقیمانده‌ها پذیرفته می‌شود.

جدول ۸: نتایج آزمون تحلیل رگرسیون مدل دوم پژوهش

$$OVER_{it} = \beta_0 + \beta_1 FAMILY_{it} + \beta_2 BIG_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SIGMA_{it} + \beta_7 CSCORE_{it} + \beta_8 LAT_{it} + \beta_9 OPAQUE_{it} + \beta_{10} EM_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای مدل	ضریب	خطای معیار	آماره t	احتمال
شرکت‌های خانوادگی	۰.۰۶۲۸۵۶	۰.۰۵۰۸۹۰	۱.۲۳۵۱۳۳	۰.۲۱۷۲
اندازه حسابرس	۰.۰۰۸۶۶۱	۰.۰۴۵۹۷۰	۰.۱۸۸۴۰۲	۰.۸۵۰۶
ارزش بازار به دفتری	۰.۰۰۲۳۱۱	۰.۰۰۳۸۳۹	۰.۶۰۱۹۰۸	۰.۵۴۷۴
بازده دارایی‌ها	۰.۰۶۵۴۴۷	۰.۱۴۶۶۳۰	۴.۱۲۹۰۸۱	۰.۰۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۷۴۸۵۵	۰.۰۹۴۷۲۰	۰.۷۹۰۱۹۵	۰.۴۲۹۷
نوسانات بازده	-۰.۰۶۴۵۵۲	۰.۰۲۴۸۵۶	-۲.۵۹۷۰۶۲	۰.۰۰۹۶
محافظه‌کاری شرطی	۰.۰۹۷۷۳۹	۰.۰۴۱۷۰۶	۲.۳۴۳۵۴۰	۰.۰۱۹۴
اندازه شرکت	۰.۰۰۱۴۵۷	۰.۰۱۳۰۸۱	۰.۱۱۱۴۰۷	۰.۹۱۱۳
نوسانات مدیریت سود	۰.۰۶۸۳۲۳	۰.۲۷۴۷۹۱	۰.۲۴۸۶۳۶	۰.۸۰۳۷
مدیریت سود تعهدی	۰.۳۳۲۳۸۲	۰.۱۶۴۴۷۵	۲.۰۲۰۸۶۹	۰.۰۴۳۷
عرض از مبدا	۰.۴۶۲۹۶۲	۰.۱۹۱۴۹۳	۲.۴۱۷۶۴۵	۰.۰۱۵۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۶۴۲۶۳۳		آماره دوربین واتسون	۱.۷۹۵۰۶۴
آزمون معناداری مدل				
		آماره	احتمال	
		۴.۳۶۲۱۵۴	۰.۰۰۰۰۰۰	
				آماره F

۶- نتیجه گیری

مطابق تئوری نمایندگی، مالکان و سهامداران شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی تلاش بیشتری را برای نظارت بر مدیران انجام می‌دهند. در نتیجه در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی 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 هزینه سهامداران اقلیت ترجیح دهند که این موضوع می‌تواند بر ارزش شرکت اثر منفی بگذارد. افزون بر این، مالکیت و کنترل در شرکت‌های خانوادگی از یکدیگر جدا نیست. اما در شرکت‌های غیر خانوادگی، 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. در این پژوهش، خطر سقوط قیمت سهام و بیش‌ارزش‌گذاری سهام در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی با استفاد از داده‌های ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفته است.

هدف از آزمون فرضیه اول، ارزیابی تاثیر وجود شرکت های خانوادگی در مقایسه با شرکت های غیرخانوادگی بر کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌باشد. با توجه به نتایج بدست آمده مشخص گردید مالکیت خانوادگی بر خطر سقوط قیمت سهام تاثیری منفی و معنی داری دارد. به این ترتیب فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، با نتیجه به‌دست‌آمده از تحقیقات سیرینیدی و لائو (۲۰۲۰)، چنگ و همکاران (۲۰۲۰)، دنگ و همکاران (۲۰۱۹) هم‌راستا می‌باشد.

همانطور که نتایج تحقیق نشان می‌دهد مالکیت خانوادگی تاثیری منفی بر خطر سقوط ریسک سهام دارد به عبارت دیگر هرچه شرکت ها تحت مالکیت یک خانواده قرار گیرند احتمال اینکه در آینده با کاهش شدید قیمت سهام در یک بازه ی زمانی رو به رو شوند کمتر است. دلیل این امر می تواند کنترل دقیق تر و قوی تر یک خانواده به صورت متمرکز بر عملکرد شرکت، فعالیت شرکت و همچنین تصمیمات مدیران باشد. در واقع یک مالکیت خانوادگی، مالکیتی متمرکز و یکپارچه است و در نتیجه نتایج تحقیق ما نشان داد که مالکیت یکپارچه نسبت به یک مالکیت گسترده می تواند موجب کاهش خطر ریسک سقوط سهام شود و همانطور که پیش تر گفته شد علت آن تمرکز بیشتر بر عملیات شرکت، تصمیمات مدیران و کاهش رابطه ی بین مالکان و مدیران شرکت می‌باشد. به این ترتیب فرضیه اول پژوهش پذیرفته می شود و مالکیت خانوادگی بر خطر سقوط قیمت سهام تاثیری منفی و معنی داری دارد و فرضیه اول تحقیق پذیرفته می شود.

در فرضیه دوم این موضوع بررسی شده است که آیا هیچ تفاوتی در بیش ارزشگذاری بین شرکتهای خانوادگی و شرکتهای غیرخانوادگی وجود ندارد؟ هدف از آزمون این فرضیه ارزیابی این مورد است که ارزشگذاری بین شرکتهای خانوادگی و شرکتهای غیرخانوادگی تفاوتی دارد یا خیر. با توجه به نتایج حاصل، هیچ تفاوتی در بیش ارزش گذاری بین شرکتهای خانوادگی و شرکتهای غیرخانوادگی وجود ندارد. به این ترتیب فرضیه دوم پژوهش تایید می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، با نتیجه به‌دست‌آمده از تحقیقات سیرینیدی و لائو (۲۰۲۰)، هیم یانگ و لنتو (۲۰۱۸)، دانگ و همکاران (۲۰۱۸) هم راستا نیست.

همانطور که نتایج تحقیق نشان می‌دهد هیچ تفاوتی در بیش ارزش گذاری بین شرکتهای خانوادگی و شرکتهای غیرخانوادگی وجود ندارد. ساختار مالکیت شرکت‌ها می‌تواند بسیار متنوع باشد و طیف وسیعی از سهامداران حقیقی و حقوقی می‌توانند در این ساختار ایفای نقش کنند. شرکت های خانوادگی به شکل سازمان یافته، سهم قابل توجهی را در بازار سرمایه دارا هستند. موضوعی که تصور می شود در شرکت های خانوادگی شدید تر باشد این است که در شرکت های خانوادگی، مالکان ممکن است انگیزه و توانایی منافع شخصی را بر هزینه سهامداران اقلیت ارجحیت دهند. این موضوع در این پژوهش بر ارزش های شرکت مضر تلقی شده اما هیچ تفاوتی در بیش ارزش گذاری بین شرکتهای خانوادگی و شرکتهای غیرخانوادگی وجود ندارد. به بیان دیگر، مدیران شرکت‌ها بطور کلی تمایل دارند سهام شرکت خود را بیش از اندازه واقعی، ارزش گذاری نمایند. این یک موضوع ذاتی است و برگرفته از ویژگی‌های شخصیتی مدیران می‌باشد. لذا چه شرکت خانوادگی باشد، چه غیرخانوادگی، بیش ارزشگذاری سهام در شرکت‌ها وجود دارد و لذا می‌توان گفت که هیچ تفاوتی در بیش ارزش گذاری بین شرکتهای خانوادگی و شرکتهای غیرخانوادگی وجود ندارد.

با توجه به تایید فرضیه اول، به سهامداران خردی که قصد خرید سهام شرکت هایی را دارند و قصد خرید سهام شرکت را به مدت طولانی دارند و از طرفی به دنبال کاهش ریسک سقوط سهام خود هستند توصیه می شود در زمان خریداری سهام شرکتها، به نقش مالکیت خانوادگی در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام توجه نمایند. همچنین با توجه به تایید شدن فرضیه دوم پژوهش، هیچ تفاوتی در بیش ارزش گذاری بین شرکتهای خانوادگی و شرکتهای غیرخانوادگی وجود ندارد. لذا به سرمایه‌گذاران در شرکتهای بورسی پیشنهاد می‌گردد که در انتخاب بین شرکتهای خانوادگی و غیرخانوادگی در ایران، تمایز قایل نشده و بدانند که در موضوع بیش‌ارزش‌گذاری، هیچ تفاوتی بین این شرکتها وجود ندارد و سرمایه‌گذاری در هر دو این شرکتها از نظر ارزش‌گذاری سهام، نتایج یکسانی در پی دارد.

پی نوشت‌ها:

- ¹ Srinidhi & Liao
- ² Chen
- ³ Hutton
- ⁴ Andreou
- ⁵ Anderson&Reeb
- ⁶ Ehrhardt , Nowak
- ⁷ Anderson and Reeb
- ⁸ Yang
- ⁹ Srinidhi & Liao
- ¹⁰ Cheng
- ¹¹ Deng
- ¹² HimYeung & Lento
- ¹³ Dang
- ¹⁴ Mishra and et al
- ¹⁵ Anderson, Reeb
- ¹⁶ Wang
- ¹⁷ Jarque-Bera
- ¹⁸ Durbin-Watson

فهرست منابع

- آقامیرمهدی، سید محمد (۱۳۹۷). ارتباط افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی با ارزش بازار در شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی، نشریه مرجع دانش، ۶(۳)، ۲۱-۵۲.
- برزگر، سعید؛ خاتمی، زین (۱۳۹۸). بررسی تاثیر مالکیت مدیریتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌ها، پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی ۳(۵)، ۵۱-۶۲.
- دارابی، رویا، زارعی، علی (۱۳۹۶). تاثیر مالکیت خانوادگی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ماهنامه پژوهش‌های مدیریت و حسابداری، ۳۶، ۴۲-۶۵.
- دریاباری، سید عباس؛ طالب‌نیا، قدرت‌اله؛ خدایی‌وله، زاقرد، محمد؛ احمدی، فایق و وکیلی فرد، حمیدرضا (۱۴۰۲). ارائه الگویی از رابطه بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیلی کمیته حسابرسی. دانش سرمایه‌گذاری، ۱۲(۴۶)، ۲۴۹-۲۷۰.
- رجبی خانقاه، سپیده (۱۳۹۶). تاثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر رابطه ساختار مالکیت خانوادگی و ارزش بازار سهام شرکت‌ها. نشریه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۵۳)، ۸۳-۱۰۰.
- رحمانی، فائزه (۱۳۹۶). مطالعه تطبیقی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و مدیریت سود در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی. نشریه دانش حسابرسی، ۱۳(۵۲)، ۱-۲۵.
- شهریاری، امیرحسین؛ فدایی، مهدی (۱۳۹۹). تاثیر توانایی مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش دوره تصدی مدیرعامل و رقابت در بازار محصول، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۴۶، ۳۹-۵۸.
- طباطبائی، سیده زهرا؛ امیری، هادی؛ هاشمی، سید عباس (۱۳۹۹). تأثیر افشای ریسک و انواع آن بر ریسک سقوط قیمت سهام، پیشرفت‌های حسابداری، ۱۲(۲)، ۱۷۱-۱۳۳.
- طولابی، سهیلا؛ امجدیان، یونس (۱۳۹۹). تاثیر مالکیت مدیریتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۳۸(۸)، ۵۲-۶۴.
- فروغی، داریوش؛ میرزایی، منوچهر (۱۳۹۱). تأثیرمحافظة کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۴، ۷۷-۱۱۷.
- قالیباف اصل، حسن؛ بابالویان، شهرام (۱۳۹۳). بررسی مدل‌های ارزشگذاری سهام بانک‌ها، فصلنامه روند، ۲۱(۶۸)، ۱۷۸-۱۵۱.
- مهرآذین، علیرضا؛ قبدیان، بشیر؛ فروتن، امید؛ تقی‌پور، محمد. (۱۳۹۲). مالکیت خانوادگی، غیرخانوادگی شرکت‌ها و مدیریت سود. دانش حسابرسی، ۱۳(۵۲)، ۸۹-۶۷.
- مومنی، علیرضا؛ صالحی، علی اصغر؛ نورعلیزاده اصل، نداسادات (۱۳۹۸). بیش ارزشگذاری سهام بر هزینه بدهی شرکتها با در نظر گرفتن متغیر تعدیلگر عدم تقارن اطلاعاتی، پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۰(۲)، ۴۵-۲۰.

نصیرزاده، فرزانه؛ کریمی پور، فرهاد (۱۳۸۹). بررسی کارایی الگوی ارزشگذاری فلتهم-اولسن در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، ۲(۷)، ۱۴۱-۱۶۰.

Anderson, R. and Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from S&P 500. *Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1328.

Andreou, P.C, Antoniou, C., Horton, J., Louca, C. (2013). Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes. Available at: www.ssrn.com.

Chen, C. J., Kim, L.(2017). Earning management will Exacerbate or reduce the Crash? A Journal of corporate Finance. Available at: www.Elsevier.com.

Chen, J., Hong, H., Stein, J.C. (2001). Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of financial Economics*, 61(3), 345-381.

Cheng, F., Chiao, Ch., Fang, Zh., Wang, Ch., Yao, Sh. (2020). Raising short-term debt for long-term investment and stock price crash risk: Evidence from China, *Finance Research Letters*, 33, 1-20.

Dang, V.A., Lee, E., Liu, Y., Zeng, C., (2018). Corporate debt maturity and stock price crash risk. *Eur. Financ. Manag.* 24, 451-484.

Deng, X., Gao, L., Kim, J.-B. (2019). Short-sale Constraints and Stock Price Crash Risk: Causal Evidence from a Natural Experiment, *Journal of Corporate Finance*, Available online 20 August 2019, 101498. In Press, Journal Pre-proof.

Ehrhardt, O. Nowak, E. (2003). The Effect of IPOs on German Family-owned Firms: Governance Changes, Ownership Structure and Performance. *Journal of Small Business Management*, 41, 222-232.

HimYeung, W., Lento, C. (2018). Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China, *Global Finance Journal*, 37, 1-24.

Hutton, A., Marcus, A., Tehranian, H., (2009). Opaque Financial Reports and the Distribution of Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.

Mishra, C. Randqy, T. Jenssen, J. (2001). The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12, 235-259.

Srinidhi, B., Liao, Q. (2020). Family firms and crash risk: Alignment and entrenchment effects, *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 16 (2), 102-114.

Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44 (3), 619-656.

Yang, M., Wang, Y., Bai, L., & Maresova, P. (2023). Corporate social responsibility, family involvement, and stock price crash risk. *Corporate social responsibility and environmental management*, 30(3), 1204-1225.

A comparative study of stock price risk and stock revaluation in family and non-family companies

MohammadAli Sari

Department of Accounting, Mashhad Branch, Islamic Azad University, Mashhad, Iran. (Corresponding Author)
ma.sari@iaau.ac.ir

Azam Ghasemi

Department of Management, Mashhad Branch, Islamic Azad University, Mashhad, Iran.
azam_ghasemi84@yahoo.com

Abstract

The main purpose of this study is to compare the risk of stock price falls and stock overvaluation in family and non-family companies. The method of this research is applied in terms of the result of implementation. Also, this study, according to the type of data and methods of analysis available, is longitudinal in terms of time of research and since this research is done with the aim of testing the hypothesis and is quantitative, so in terms of purpose of the type It is analytical. Also, because the dependent variable changes are predicted according to the changes of independent variables, therefore, this research is a correlation-regression analysis. Eviews 12 and Excel software are used in all statistical techniques. The research period includes 10 consecutive years from 2011 to 2020, which examines the research hypotheses using real data from these years. The statistical population includes companies that are members of the Tehran Stock Exchange. To test the hypotheses of this research and determine the relationship between independent and dependent variables, econometric models have been used and the relevant hypotheses have been examined by multivariate panel regression method. The results showed that, on average, family-owned companies have a lower risk of falling stock prices than similar non-family-owned companies with extensive ownership. There is no difference in overvaluation between family businesses and non-family businesses.

Keywords: stock overvaluation, stock price fall risk, family ownership