

## Investigating the Impact of Corporate Governance and Company Strategy on the Performance of Family-Owned Companies<sup>1</sup>

Maryam Barzegar<sup>2</sup>, Seyed Mostafa Alavi<sup>3</sup>

Received: 2023/05/13

Accepted: 2023/11/26

Research Paper

### Abstract

The main purpose of this study is to investigate the impact of corporate governance and company strategy on the performance of family-owned companies among companies listed on the Tehran Stock Exchange.

The present study is in the group of descriptive-correlational researchers in terms of applied purpose and terms of the data collection method. Also, to select the sample size, a systematic elimination sampling method (screening) was used, which according to the considered conditions, finally 183 companies in a period of 6 years between 2015 to 2020 (a total of 1098 years- Companies) were analyzed. To test the hypotheses, multivariate regression methods have been used using Eviews8 software and using panel data method - fixed effects and integrated data method.

The results obtained in this study show that in general, family ownership has an inverse and significant relationship with the financial performance of companies. The effect of institutional ownership on the relationship between board independence, managers' rewards, and company diversity with corporate financial performance has been positive and significant.

**Keyword:** Corporate Governance, Corporate Strategy, Financial Performance, Family Ownership.

**JEL Classification:** M42, G34.

---

1. DOI: 10.22051/jera.2023.40593.3131

2. M.Sc. Department of Accounting, Imam Khomeini International University, Qazvin, Iran. (maryambarzegarr1995@gmail.com).

3. Ph.D. Department of Accounting, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (Dr.seyedalavi@gmail.com).

<https://jera.alzahra.ac.ir>

## بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و استراتژی شرکت بر عملکرد شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی<sup>۱</sup>

مریم برزگر نودهی<sup>۲</sup>، سید مصطفی علوی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۰۵

مقاله پژوهشی

### چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و استراتژی شرکت بر عملکرد شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده‌ها در گروه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار دارد. هم‌چنین، به منظور انتخاب حجم نمونه از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک (غربالگری) استفاده شده است که با توجه به شروط در نظر گرفته شده، در نهایت ۱۸۳ شرکت در دوره زمانی ۶ ساله بین سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۹ (در مجموع ۱۰۹۸ سال-شرکت) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. برای بررسی فرضیه‌ها از روش‌های مربوط به رگرسیون چندمتغیره با استفاده از نرم افزار ۸EViews و با استفاده از روش داده‌های پانلی (تابلویی) - اثرات ثابت و روش داده‌های تلفیقی بهره گرفته شده است. نتایج به دست آمده در این مطالعه نشان می‌دهند که در مجموع مالکیت خانوادگی دارای رابطه معکوس و معناداری با عملکرد مالی شرکت‌ها می‌باشد. ضمن اینکه اثر مالکیت نهادی بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره، پاداش مدیران و تنوع شرکت با عملکرد مالی شرکت‌ها مثبت و معنادار به دست آمده است.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، استراتژی شرکت، عملکرد مالی، مالکیت خانوادگی.

طبقه بندی موضوعی: M42, G34

## مقدمه

بررسی ساختار مالکیت شرکتها یکی از متغیرهای مهم و اساسی در پژوهش های اخیر بوده است. این متغیر مهم نقش قابل توجهی در راهبری و عملکرد شرکتها دارد و می تواند تصمیم های مهم و قابل توجه شرکت را تحت تاثیر قرار دهد. در شرکت های خانوادگی به علت وجود سهامدار عمده حقیقی و یا وجود اعضای خانواده در هیأت مدیره، ممکن است سایر سهامداران این گمان را داشته باشند که منافع خانواده، به عنوان یکی از اصلی ترین ارکان تصمیم گیری برای شرکت، بر منافع سایر سهامداران در اولویت قرار گیرد (مهرآذین و همکاران، ۱۳۹۲). شرکت های خانوادگی به عنوان یکی از ساختارهای مالکیت، مدیریت و کنترل آن به وسیله یکی از اعضای خانواده انجام می شود، تعریف می شود. با توجه به آنچه در فوق ذکر شد، می توان به این مهم پی برد که شرکت های خانوادگی و مالکیت قابل توجه اعضای خانواده در این شرکت ها رواج بسیار زیادی دارد (هشی و همکاران، ۱۳۹۲). نظریه نمایندگی استدلال می کند که مدیریت خانوادگی در دست یابی به اهداف خانوادگی مفید است و بعداً بر تصمیماتی تأثیر می گذارد که می تواند بر عملکرد شرکت ها تأثیر گذار باشد (اندرسون و ریب<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳). میرالس و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) تأثیر منفی بین مدیریت خانواده و عملکرد مالی شرکت گزارش کردند. در پرتغال و اسپانیا، تأثیر مدیریت خانواده بر عملکرد شرکت می تواند مثبت یا منفی باشد. اندرسون و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۱) بر این عقیده بودند که این اتفاق می افتد (رابطه معکوس)، چراکه خانواده ها همیشه در جهت منافع شرکت عمل نمی کنند. پژوهش های لیونگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) نشان می دهد که انتصاب یک مدیر غیرموظف در بین مدیران یک شرکت دارای مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت تأثیر نمی گذارد. کیم و گائو<sup>۵</sup> (۲۰۱۳) نیز ثابت کردند که اهداف بلند مدت شرکت ارتباط مدیریت خانواده و عملکرد شرکت را متصل می کند (هارجیتو و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۱). از سوی دیگر، موضوع حاکمیت شرکتی<sup>۶</sup> در قرن ۲۱، به یک الزام استراتژیک در محیط کسب و کار تبدیل شده است. در بازارهای سرمایه و اقتصاد جهانی امروز که سهامداران متنوع و مالکیت گسترده می باشد، حاکمیت شرکتی مناسب در افزایش و

1. Anderson and Reeb
2. Mirales et al.
3. Anderson et al.
4. Leung et al
5. Harjito et al
6. Corporate Governance

حمایت از ثروت سهامداران مهم می باشد. اغلب متخصصین و پژوهشگران کسب و کار معتقدند که شیوه های حاکمیت شرکتی خوب می تواند برای کنترل و نظارت بر مدیریت بوده و مدیران را از رفتارهای غیراخلاقی و فرصت طلبانه باز دارد (امین و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲). بسیاری از محققان تاثیر قابل توجه حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت را نشان داده اند و معتقدند که استفاده از سازوکارهای حاکمیت شرکتی کارآمد برای ادامه حیات هر شرکتی ضروری است (صدیق و گبای<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱). بنابراین، نیاز به مدلی برای ارزیابی حاکمیت شرکتی در بازارهای سرمایه ایجاد گردید تا سهام داران از آن به عنوان یکی از عوامل تصمیم گیری در تصمیمات سرمایه گذاری استفاده کنند (واورو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷). حاکمیت شرکتی خوب مفهومی است که به ساختار شرکت، تقسیم وظایف، تقسیم اختیارات و تقسیم مسئولیت های هر یک از عناصر شرکت مربوط می شود. اصول حاکمیت شرکتی خوب شامل شفافیت<sup>۴</sup>، پاسخگویی<sup>۵</sup>، مسئولیت پذیری<sup>۶</sup> و انصاف است. حکمرانی شرکتی خوب سیستمی است که ارزش افزوده را برای همه ذینفعان اعم از سرمایه گذاران اصلی ذینفع مانند کارکنان و مدیران، تامین کنندگان، شرکای تجاری و جامعه و ذینفعان ثانویه مانند دولت، موسسه های مختلف، مشاغل، گروه های اجتماعی، دانشگاهیان و رقبا ایجاد می کند (هارجیتو و همکاران، ۲۰۲۱).

در این میان، توجه به تغییرات مداوم محیطی، بقای سازمان ها به اشکال مختلفی تهدید می شود. سازمان ها برای ادامه حیات خود نیازمند گزینش استراتژی مناسب جهت حداکثر سازی بهره برداری از فرصت های محیطی با توجه به نقاط قوت و ضعف خود هستند. بدین ترتیب سازمان ها با انتخاب بهترین استراتژی گامی در جهت بهبود عملکرد خود بر می دارند. استراتژی های مختلف سازمان، در جهت واکنش مناسب نسبت به عوامل محیطی اتخاذ می شوند و تناسب آن ها با میزان تغییرات محیطی موضوع حیاتی برای سازمان است (رضوانی، ۱۳۹۱)، به نحوی که موفقیت دائمی موسسه را تضمین و از پیشامدها و تهدیدات ناگهانی پیش گیری نماید. ناز نظر اغلب سرمایه گذاران، وضع مالی سازمان به عنوان تنها عامل با معیار تعیین کننده وضع رقابتی آن محسوب می شود و اغلب، عوامل مالی موجب می شوند که استراتژی های کنونی و برنامه های

1. Amin et al.
2. Sedigh and Guba
3. Waweru
4. Transparency
5. Accountability
6. Responsibility.

اجرائی تغییر یابند (اعرابی و عابدی، ۱۳۸۹). با توجه به موارد مطرح شده فوق، در پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این سوال هست که آیا حاکمیت شرکتی و نوع استراتژی بر عملکرد شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی تاثیر گذار می‌باشد؟

### مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

ساختار مالکیت خانوادگی، ساختار تصمیم‌گیری است که توقع کسب سود و افزایش ثروت در اولویت قرار ندارد. چنانچه اعضای خانواده به عنوان عضو هیأت مدیره انتخاب شوند، عملکرد شرکت بهتر از حالتی است که اعضای غیر خانواده عضو هیأت مدیره باشند، زیرا پاداش کمتری دریافت می‌کنند و کمتر به طرح‌های انگیزشی واکنش نشان می‌دهند و بیشتر به دنبال ایجاد ارزش در شرکت هستند (گومز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱). ارزش در شرکت‌های خانوادگی می‌تواند از طریق اهداف، منابع و ساختار حکومت ایجاد شود که همه اینها معمولاً توسط خانواده تحت تأثیر قرار می‌گیرد (نادین و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). شرکت‌های خانوادگی در کل، به دلایلی همچون نظارت موثر و کنترل صحیح عملیات شرکت و تخصص لازم جهت اداره شرکت‌ها، موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود (رضایی و خدابنده، ۱۳۹۶). از سوی دیگر، وجود کسب و کارهای تجاری خانوادگی در کشورهای مختلف معمولاً از شرکت‌هایی شروع می‌شود که کاملاً متعلق به خانواده هستند (هارجیتو و همکاران، ۲۰۲۱). توسعه کسب و کارها از یک الگوی قابل پیش بینی پیروی می‌کند. توسعه شرکت دارای ویژگی تمرکز مالکیت خانوادگی است که حتی اگر در نهایت از طریق فروش سهام در بازار سرمایه به یک شرکت عمومی تبدیل شود، حفظ می‌شود. مالکیت خانوادگی در سیستم حاکمیت شرکتی چیزی است که باید مورد توجه قرار گیرد زیرا پست‌های کلیدی در شرکت‌ها، بیشتر متعلق به خانواده‌ها هستند (هارجیتو و مارتونو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴). در این ارتباط، لوکویارمن (۲۰۱۶) توضیح می‌دهد که تجارت مبتنی بر خانواده بر دو اصل اساسی است، یعنی حفاظت از منافع خانواده و بی‌اعتمادی به اعضای خانواده احزاب دیگر که خارج از خانواده هستند. اعضای غیرموظف هیأت مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیأت مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد. در صورتی که اکثریت اعضای

1. Gomez.
2. Nadin et al.
3. Harjito and Nomano

هیأت مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیأت مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود. اعضای غیرموظف هیأت مدیره شرکت‌ها با نظارت به فعالیت اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها، وجود حاکمیت شرکتی خوب را در شرکت تضمین می‌کنند (هارجیتو و همکاران، ۲۰۲۱). از طرفی دیگر، اعضای غیرموظف هیأت مدیره خارج از شرکت هستند که کارمند نیستند و روابط مالی، مدیریتی یا مالکیت مشترک ندارند. پژوهش‌های مختلف انجام شده توسط مانیک<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که اعضای غیرموظف هیأت مدیره شرکت‌ها تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارند. هم‌چنین، تریسانانتری (۲۰۰۸) اشاره کرد که مدیران غیرموظف تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی دارند. به منظور تقلیل مشکلات نمایندگی ناشی از احتمال عدم همسویی منافع بین مدیران و سهامداران، باید بر تابع مطلوبیت هر یک از دو طرف و نحوه تسهیم منافع و ریسک بین آنها تمرکز نمود. بدین ترتیب، می‌توان مدیران را در به کارگیری توانایی‌ها و مهارت‌های شان در راستای منافع مالکان، ترغیب نمود و در آنها انگیزه ایجاد کرد. پرداخت پاداش بر اساس عملکرد به مدیران، به عنوان جزئی از حق الزحمه آنها، یکی از روش‌های مطرح به منظور انگیزش مدیران و یکی از ابزارهای رایج، به منظور همسو نمودن دیدگاه‌ها و عملکرد مباشران در راستای افزایش ثروت سهامداران است (احمدپور و جوان، ۱۳۹۴). پاداش‌ها عامل مهمی است که بر این نکته تأثیر می‌گذارد که چرا بسیاری از افراد در یک سازمان خاص کار می‌کنند و نه در سازمان‌های دیگر. در این صورت شرکت باید در ارائه پاداش به مدیران و کارکنان خود تلاش زیادی نماید تا هم رضایت آنها را جلب نماید و هم انگیزه بیشتری در آنها به وجود آورد (هارجیتو و همکاران، ۲۰۲۱). دو نوع پاداش به افراد تعلق می‌گیرد، پاداش درونی و پاداش بیرونی. پاداش درونی عبارت است از جبران خدمات در قالب ستایش از افراد که دارای یک تأثیر روانی است در حالی که پاداش بیرونی می‌تواند به صورت چیزهایی مستقیم و غیرمستقیم باشد. پاداش درونی را می‌توان به عنوان یک حقوق اساسی برای افراد سازمانی در نظر گرفت، در حالی که پاداش بیرونی مانند مزایایی که به کارکنان ارائه می‌شود. به گفته کونیون (۲۰۰۶) میزان پاداش براساس عملکرد شرکت بوده است به طوری که اگر در دوره ای عملکرد شرکت کاهش پیدا کند، پاداش نیز کاهش یافته و برعکس. با این حال، اگر مدیران مشوق‌های دریافت پاداش داشته باشند که در مقایسه با میانگین صنعت بالاتر

---

1. Maniq.

باشد، جبران خدمات ممکن است بر عملکرد شرکت تأثیر بگذارد. امروزه با توجه به تغییرات مداوم محیطی، بقای سازمان ها به اشکال مختلفی تهدید می شود. سازمان ها برای ادامه حیات خود نیازمند گزینش استراتژی مناسب جهت حداکثر سازی بهره برداری از فرصت های محیطی با توجه به نقاط قوت و ضعف خود هستند. بدین ترتیب سازمان های با انتخاب بهترین استراتژی گامی در جهت بهبود عملکرد خود بر می دارند. استراتژی های مختلف سازمان، در جهت واکنش مناسب نسبت به عوامل محیطی اتخاذ می شوند و تناسب آنها با میزان تغییرات محیطی موضوع حیاتی برای سازمان است به نحوی که موفقیت دائمی موسسه را تضمین و از پیشامدها و تهدیدات ناگهانی پیشگیری نماید (مرفوع و شاکری، ۱۳۹۷). استراتژی تنوع به عنوان اتحادی استراتژیک از شایستگی های اصلی مهارت ها و فناوری های مختلف متعلق به شرکت تعریف می شود تا منابع در بخش های تجاری موجود در شرکت پیاده سازی شود. استراتژی تنوع بر اساس شایستگی ها، منابع و مشاغل اصلی متعلق به شرکت، اجرای یک رابطه متنوع (تنوع همگن) است (هارجیتو و همکاران، ۲۰۲۱). در حوزه مطالعه حاضر و در پژوهش داخلی ساعدی و همکاران (۱۴۰۰) به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت و استراتژی های تجاری تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت داشته اند. هم چنین استراتژی های تجاری اثر تعدیلی بر ارتباط بین توانایی مدیریت و عملکرد شرکت دارند. وطن پرست و همکاران (۱۴۰۰) دریافتند که پرداخت سود سهام به سهامداران، منابع تحت کنترل مدیریت را کاهش می دهد در نتیجه منجر به کاهش قدرت مدیران می شود. مدیران دارای انگیزه های برای رشد واحدهای اقتصادی تا به میزان اندازه بهینه می باشند. رشد شرکت ها از طریق افزایش منابع تحت کنترل مدیران، قدرت مدیران را افزایش می دهد. هم چنین این موضوع با پاداش مدیریت در ارتباط می باشد، زیرا که تغییرات در پاداش به طور مثبتی به رشد در درآمدهای شرکت وابسته می باشد. تمایل شرکت ها به اعطای پاداش به مدیران سطح میانی در خلال پیشرفت شرکت وابسته می باشد. تمایل سال به سال منجر به یک جانبداری سازمانی قوی از طرف مدیران خواهد شد. جریان وجوه نقد آزاد وجوه نقدی است که مازاد بر وجوه نقد مورد نیاز برای کلیه پروژه ای دارای خالص ارزش فعلی مثبت، وجود دارد. تضاد منافع بین سهامداران و مدیران بر سر سیاست های پرداخت سود سهام زمانی افزایش پیدا می کند که سازمان جریانات وجوه نقد آزاد قابل توجهی ایجاد می کند. نتایج پژوهش سعیدی و همکاران (۱۴۰۰) نشان می دهد که افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی منجر به بهبود عملکرد سرمایه فکری شرکت می شود و توانایی مدیریت نیز این رابطه

را تشدید می‌کند. مردان و همکاران (۱۳۹۹) اعلام کردند بین استقلال هیئت مدیره و مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی، و هم چنین مالکیت خانوادگی در رابطه بین مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی نقش تعدیل کننده و معناداری دارند. مهر علی و همکاران (۱۳۹۹) نشان دادند مالکیت بر عملکرد شرکت تأثیر معناداری ندارد و بر سیاست پرداخت سود هم بی تأثیر است، ولی تأثیر مالکیت سرمایه گذاران نهادی و مالکیت سهام آزاد معنی دار است. شیروانی و سروش یار (۱۳۹۸) نشان دادند عدم تأثیر معنادار تمرکز مالکیت بر عملکرد بازده دارایی ها و کیوتوین (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. ناطقی و کاظمی (۱۴۰۰) بررسی رابطه بین سازوکارهای نظام راهبری شرکتی با عملکرد شرکت با رویکرد ارزیابی متوازن پرداختند. نتایج آنها نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، سهام شناور آزاد، استقلال هیأت مدیره و نوع حسابرس با عملکرد شرکت ارتباط مثبت و معنی داری وجود دارد، اما بین اندازه ی هیأت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط معنی داری وجود ندارد و این فرضیه رد می‌شود. بلسام و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند که شرکت‌هایی که استراتژی تمایز را دنبال می‌کنند در برابر شرکت‌هایی که استراتژی رهبری هزینه را دنبال می‌کنند توجه کمتری به معیار فروش دارند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد شرکت‌هایی که استراتژی تمایز را دارا می‌باشند بیشتر معیارهای غیر مالی را به کار می‌گیرند تا از این طریق مدیران را به پیروی از این استراتژی تشویق کنند. خلیل و همکاران (۲۰۱۶) دریافتند که نسبت بالاتر مدیران مستقل دارای ارتباط منفی و معناداری با مدیریت سود هست. هم چنین، ارتباط بین استقلال هیئت مدیره با مدیریت سود تحت تأثیر سطوح مالکیت مدیران و سهامداران بزرگ و هم چنین کمیته های حسابرسی شرکت هست. القاداسی و عابدین<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) ثابت کردند که شرکت‌هایی با تمرکز مالکیت بالاتر کمتر تقاضای حسابرسی گسترده می‌کنند. علاوه بر این، ارتباط معناداری بین حاکمیت شرکتی و حق الزحمه های

---

1. Khalil et al.

2. AlQadasi and Abidin



حسابرسی شرکت‌ها وجود دارد. اگرچه تمرکز مالکیت نقش اندکی در ارتباط مثبت بین حاکمیت شرکتی داخلی و کیفیت حسابرسی بازی می‌کند. شواهد به دست آمده در پژوهش دجبال و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) نشان می‌دهد شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی تمایل کمتری به پرداخت سود دارند در حالی که شرکت‌هایی با سهام داران نهادی تقسیم سود بالاتری را نشان می‌دهند. آگوستیا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) دریافتند که مدیریت سود دارای اثر مثبت و معناداری بر ریسک ورشکستگی شرکت‌هاست و این در حالی است که اثر استراتژی تجاری شرکت بر ریسک ورشکستگی شرکت‌ها منفی و معنادار به دست آمده است. علاوه بر این، در مطالعات خارجی یافته‌های مطالعه هارجیتو و همکاران (۲۰۲۱) نشان می‌دهد که بین مالکیت خانوادگی و عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد اما این ارتباط برای استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت‌ها مثبت و معنادار به دست آمد. هم‌چنین، آن‌ها گزارش کردند که پاداش مدیران و استراتژی تنوع می‌تواند موجب افزایش عملکرد مالی شرکت شود. گوپتا و چاوهان<sup>۳</sup> (۲۰۲۳) نشان می‌دهند یک چارچوب حاکمیت شرکتی قوی در شرکتهای خانوادگی ممکن است تأثیر منفی مشکلات را کاهش دهد و از سازکارهای حاکمیت شرکتی مانند نظارت بر تصمیمات کنترل کننده سهامداران خانوادگی و حفاظت از دارایی‌های شرکت در برابر سوء استفاده مالیاتی زیادی برای شرکتهای خانوادگی به همراه دارد.

با توجه به بررسی ادبیات و پیشینه تحقیق می‌توان بیان داشت مالکیت خانوادگی می‌تواند عملکرد و برخی متغیرهای مرتبط مانند استراتژی را تحت تأثیر قرار دهد.

### فرضیه‌ها یا سوالات پژوهش

با توجه به آنچه گفته شد فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر می‌باشند:

- فرضیه اول: بین مالکیت خانوادگی و عملکرد مالی شرکت رابطه منفی وجود دارد.
- فرضیه دوم: مالکیت خانوادگی بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی تأثیر دارد.
- فرضیه سوم: مالکیت خانوادگی بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد مالی تأثیر دارد.
- فرضیه چهارم: مالکیت خانوادگی بر رابطه بین استراتژی تنوع و عملکرد مالی تأثیر دارد.

1. Djebali et al.
2. Agustia et al
3. Gupta and chawhan.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و بر مبنای روش از نوع همبستگی با رویکرد رگرسیونی است که در آن برای آزمون مدل‌های پژوهش از تحلیل رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شده است. به منظور جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز تحقیق جهت آزمون فرضیه‌ها و مدل پژوهش از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکتها و سایر گزارشهای مالی آنها از سایت کدال استخراج شده است. داده‌ها پس از جمع‌آوری در صفحه گسترده اکسل مرتبط و طبقه‌بندی شده و در نهایت با استفاده از نرم افزار ایویوز مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند.

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که از سال ۱۳۹۴ لغایت ۱۳۹۹ در بورس فعال بوده‌اند. همچنین، برای آزمون فرضیه‌ها، نمونه پژوهش بر اساس چارچوب زیر گزینش شد که در نهایت ۱۸۳ شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند:

- شرکت در صنعت واسطه‌گری‌های مالی نباشد.
  - شرکت در ابتدای سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
  - داده‌های شرکت قابل دسترسی باشد.
  - پایان سال مالی شرکت منتهی به ۱۲/۲۹ بوده باشد.
  - شرکت طی بازه ۹۴-۹۹ تغییر سال مالی نداده باشد.
- متغیر وابسته در پژوهش حاضر عملکرد مالی شرکت است که برای اندازه‌گیری آن به پیروی از هارجیتو و همکاران (۲۰۲۱) از شاخص‌های زیر بهره‌گرفته شده است:
- بازده دارایی‌ها ROA: برابر است با نسبت سود خالص به ارزش ترازنامه‌ای کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی.
- بازده حقوق صاحبان سهام ROE: برابر است با نسبت سود خالص به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال مالی.
- بازده فروش ROS: برابر است با نسبت درآمد عملیاتی به درآمد ناخالص شرکت در پایان سال مالی.
- رشد فروش GROW: برابر است با نسبت تغییرات در فروش شرکت نسبت به اول دوره به فروش اول دوره شرکت در پایان سال مالی.

رشد تولید PRO: برابر است با نسبت تغییرات در تولید شرکت نسبت به اول دوره به تولید اول دوره شرکت در پایان سال مالی.

متغیرهای مستقل در پژوهش حاضر شامل ویژگی های حاکمیت شرکتی و استراتژی شرکت هاست که به پیروی از هارجیتو و همکاران (۲۰۲۱) به صورت زیر تعریف شده اند: استقلال هیئت مدیره BIND: برابر است با نسبت مدیران غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره شرکت در پایان سال مالی.

پاداش مدیران COMP: برابر است با لگاریتم طبیعی کل پاداش نقدی پرداختی به اعضای هیئت مدیره شرکت در پایان سال مالی.

استراتژی تنوع DS: به پیروی از ادبیات پیشین پژوهش (آندرا آپوستو، ۲۰۱۰؛ حاجیها و مقامی، ۱۳۹۵) برای اندازه گیری استراتژی تنوع محصول شرکت از شاخص آنتروپی استفاده شده است که در ادامه به تعریف آن پرداخته می شود:

$$DS_{it} = \sum_{i=1}^n P_i \ln\left(\frac{1}{P_i}\right)$$

در فرمول بالا:

$DS_{i,t}$ : استراتژی تنوع سازی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$P_i$ : قسمتی از فروش بخش تجاری به عنوان درصدی از کل فروش شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$n$ : تعداد بخش های تجاری شرکت  $i$  در سال  $t$ .

در مورد متنوع سازی جغرافیایی نسبت های مختلفی پیرامون اندازه گیری فعالیت های تجاری بین المللی مورد استفاده قرار گرفته و در کشورهای مختلف و در شرایط گوناگون هم مدل های متنوعی ارائه شده است. براساس پژوهش آندرا آپوستو در سال ۲۰۱۰ برای محاسبه متنوع سازی جغرافیایی از نسبت فروش صادراتی به کل فروش استفاده شده است.

متغیر تعدیل گر: مالکیت خانوادگی FOWN

متغیر تعدیل گر در پژوهش حاضر مالکیت خانوادگی می باشد که به صورت متغیر دامی (صفر و یک) تعریف می شود. در این مطالعه شرکت هایی دارای مالکیت خانوادگی در نظر گرفته می شوند که سهامدار حقیقی مالکیت حداقل ۲۰٪ از سهام عادی شرکت باشد و یا حداقل یکی از اعضای نسبی و سببی خانواده عضو هیئت مدیره یا مدیر اجرایی بوده و در هیئت مدیره شرکت، مشارکت داشته و در پست های مدیریتی و عملیاتی شرکت مشغول فعالیت

می‌باشند (فخاری و فصیح، ۱۳۹۵). در این خصوص مشابهت فامیل خانوادگی در اطلاعات مالی منتشر شده بررسی می‌شود و تفکیک شرکتهای مالکیت خانوادگی صورت می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی:

اهرم مالی LEV: برابر است با نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌های به ارزش ترازنامه ای کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی.

اندازه شرکت SIZE: برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش ترازنامه ای کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی.

رشد فروش GROW: برابر است با نسبت تغییرات فروش به کل فروش اول دوره شرکت در پایان سال مالی.

نوع حسابرس BIG: متغیر ساختگی که اگر حسابرس شرکت از حسابرسان معتمد تراز اول (رتبه الف) سازمان بورس باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

ارزش بازار به دفتری MB: برابر است با نسبت ارزش بازار سهام (تعداد در قیمت سهام) به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال مالی.

در فرضیه اول پژوهش به بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است که برای این منظور و به پیروی از هارجیتو و همکاران (۲۰۲۱) از مدل رگرسیونی خطی چندمتغیره زیر بهره گرفته شده است. در صورتی که ضرایب متغیرهای مستقل ( $\beta_1$ ) در این مدل‌ها معنادار باشند می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه اول پژوهش مورد تایید قرار گرفته است. به این ترتیب:

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 FOWN_{it} + \beta_2 BIND_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 BIG_{it} + \beta_7 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

در فرضیه دوم پژوهش به بررسی اثر تعدیلی مالکیت خانوادگی بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است که برای این منظور و به پیروی از هارجیتو و همکاران (۲۰۲۱) از مدل رگرسیونی غیرخطی چندمتغیره بهره گرفته شده است. در صورتی که ضریب تعدیل گر ( $\beta_3$ ) در این مدل معنادار باشد می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه دوم پژوهش نیز مورد تایید قرار گرفته است. در اینجا نیز بایستی دقت شود که با توجه به اینکه برای اندازه گیری عملکرد مالی شرکت‌ها از

شاخص های پنج گانه استفاده شده است، بنابراین مدل رگرسیونی زیر نیز پنج بار تخمین زده می شود. به این ترتیب :

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 FOWN_{it} + \beta_3 BIND_{it} * FOWN_{it} \\ + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 BIG_{it} \\ + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

در فرضیه سوم پژوهش به بررسی اثر تعدیلی مالکیت خانوادگی بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است که برای این منظور و به پیروی از هارجیتو و همکاران (۲۰۲۱) از مدل رگرسیونی بهره گرفته شده است. در صورتی که ضریب متغیر تعدیل گر ( $\beta_3$ ) در این مدل معنادار باشد می توان نتیجه گرفت که فرضیه سوم پژوهش نیز مورد تایید است. در اینجا نیز باید دقت شود که با توجه به اینکه برای اندازه گیری عملکرد مالی شرکت ها از شاخص های پنج گانه استفاده شده است، بنابراین مدل رگرسیونی زیر نیز پنج بار تخمین زده می شود. به این ترتیب:

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 COMP_{it} + \beta_2 FOWN_{it} + \beta_3 COMP_{it} * FOWN_{it} \\ + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 BIG_{it} \\ + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

در فرضیه های چهارم پژوهش به بررسی اثر تعدیلی مالکیت خانوادگی بر رابطه بین استراتژی تنوع و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است که برای این منظور و به پیروی از هارجیتو و همکاران (۲۰۲۱) از مدل رگرسیونی غیرخطی چندمتغیره بهره گرفته شده است. در صورتی که ضریب متغیر تعدیل گر ( $\beta_3$ ) در این مدل معنادار باشد می توان نتیجه گرفت که فرضیه چهارم پژوهش نیز مورد تایید قرار گرفته است. در اینجا نیز بایستی دقت شود که با توجه به اینکه برای اندازه گیری عملکرد مالی شرکت ها از شاخص های پنج گانه استفاده شده است، بنابراین مدل رگرسیونی زیر نیز پنج بار تخمین زده می شود. به این ترتیب :

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 DS_{it} + \beta_2 FOWN_{it} + \beta_3 DS_{it} * FOWN_{it} \\ + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 BIG_{it} \\ + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

## یافته‌های پژوهش

جدول ۱ نتایج به دست آمده در بخش آمار توصیفی نشان می‌دهد. در این خصوص سودآوری شرکتها به طور متوسط ۱۲٪ کل دارایی‌ها ترازنامه‌ای، ۲۶٪ کل حقوق صاحبان سهام بوده که منفی حداقل نشان از زیان شرکت دارد. هم چنین، بازده فروش نشان می‌دهد که شرکت‌ها به طور میانگین ۱۸٪ کل درآمد ناخالص خود در آمد عملیاتی داشته‌اند که این رقم به بیش از ۹۸٪ و حداقل منفی ۸۱٪ هم رسیده است. رشد فروش شرکت‌ها نسبت به اول دوره نیز ۳۴٪ افزایش را نشان می‌دهد که بالاترین آن افزایش بیش از ۴/۶ برابری و پایین‌ترین آن کاهش ۹۷٪ را نشان می‌دهد. رشد تولید شرکت‌ها نیز ۲۸٪ رشد را نشان می‌دهد که بالاترین آن افزایش ۳/۹ برابری و پایین‌ترین آن کاهش ۹۹٪ را نشان می‌دهد. اما یافته‌های مربوط متغیرهای تعدیل‌گر نشان می‌دهند که مدیران غیرموظف به طور متوسط ۵۶٪ اعضای هیئت مدیره شرکت‌ها را تشکیل می‌دهند و پاداش مدیران نیز به طور میانگین ۸/۴ می‌باشد که این رقم به بیش از ۱۲/۳ در بالاترین مقدار و پایین‌ترین مقدار ۵/۲ نیز رسیده است. تنوع شرکت‌ها نیز به طور متوسط ۳۷٪ می‌باشد که بالاترین آن ۹۷٪ و پایین‌ترین آن ۱۳٪ می‌باشد. مالکیت خانوادگی نیز در بیش از ۸٪ شرکت‌های نمونه (۹۰ سال- شرکت) در دوره بررسی مشاهده شده است. در نهایت، نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نشان می‌دهند که بدهی شرکت‌ها به طور میانگین ۵۳٪ کل دارایی‌های ترازنامه‌ای آن‌هاست که بالاترین آن به بیش از ۹۸٪ هم رسیده و نشان از ریسک بالای شرکت دارد. ضمن اینکه پایین‌ترین آن ۱٪ می‌باشد. اندازه شرکت‌ها به طور متوسط ۱۴ می‌باشد که بزرگ‌ترین و کوچک‌ترین شرکت‌ها به ترتیب دارای اندازه‌های ۲۰ و ۱۱ می‌باشند. همچنین، ارزش بازار سهام شرکت‌ها به طور میانگین ۲/۹ برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها به دست آمده که بالاترین آن بیش از ۱۳/۹ برابر می‌باشد که نشان از فرصت‌های رشد بالای شرکت دارد. حداقل این متغیر نیز ۴۷٪ می‌باشد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۲۰	۰/۱۰۸	۰/۶۸۱	-۰/۷۲۳	۰/۱۶۸
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۲۶۸	۰/۲۵۸	۰/۹۵۱	-۰/۹۲۷	۰/۲۷۸
بازده فروش	ROS	۰/۱۸۴	۰/۱۵۶	۰/۹۸۸	-۰/۸۱	۰/۲۴۸
رشد فروش	GROW	۰/۳۴۵	۰/۲۱۹	۴/۶۸۹	-۰/۹۷۲	۰/۵۸۶
رشد تولید	PRO	۰/۲۷۵	۰/۱۸۹	۳/۹۳۵	-۰/۹۹۹	۰/۴۸۵

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۵۶۵	۰/۶۰	۱	۰	۰/۱۹۲
پاداش مدیران	COMP	۸/۴۳۹	۸/۳۶۵	۱۲/۳۷	۵/۲۲	۱/۱۵۶
تنوع شرکت	DS	۰/۳۷۹	۰/۳۳۶	۰/۹۷۳	۰/۱۳۷	۰/۱۶۲
اهرم مالی	LEV	۰/۵۳۸	۰/۵۴۹	۰/۹۸۸	۰/۰۱۳	۰/۲۰۶
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۸۱	۱۴/۵۶	۷۶۸۶	۱۱/۱۹	۱/۶۱۲
ارزش بازار به دفتری	MB	۲/۹۰۶	۲/۷۲۰۸	۱۳/۹۲	۰/۴۷۶	۲/۹۷۸

## آمار استنباطی

### مدل رگرسیونی فرضیه اول

قبل از تخمین مدل های رگرسیونی لازم است مهم ترین فروض کلاسیک که دارای اهمیت ویژه ای می باشد، بررسی شود. بررسی عدم وجود خودهمبستگی و عدم وجود ناهمسانی واریانس بین باقیمانده ها. به منظور تشخیص وجود خودهمبستگی بین باقیمانده ها از آزمون دوربین-واتسون (DW) استفاده شده است. در صورتی مقدار این آماره برای الگوی پژوهش بین ۱/۵ الی ۲/۵ باشد می توان عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای خطای مدل را تایید کرد. هم چنین، برای بررسی عدم همسانی واریانس اجزای خطای مدل رگرسیونی از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است. در این رابطه فروض کلاسیک در کلیه مدل ها برقرار است ولی صرفاً برای مدل اول این نتایج ارائه می شود.

### جدول ۲. نتایج آزمون چاو و هاسمن

متغیر وابسته	آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
ROA	چاو (F لیمر)	۵/۷۳۰۴۹۱	(۱۸۲/۹۰۸)	۰/۰۰۰۰	پانلی (تابلویی)
	هاسمن	۱۱۹/۵۱۱۶۸۴	۷	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
ROE	چاو (F لیمر)	۱/۲۷۳۱۸۱	(۱۸۲/۹۰۸)	۰/۱۴۵	پانلی (تابلویی)
	هاسمن	۴۸/۶۴۵۰۵۹	۷	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
ROS	چاو (F لیمر)	۲/۰۹۹۰۰۰	(۱۸۲/۹۰۸)	۰/۰۰۰۰	پانلی (تابلویی)
	هاسمن	۱۵/۳۳۹۰۴۶	۷	۰/۳۱۹	اثرات ثابت
GROW	چاو (F لیمر)	۰/۹۰۱۶۷۱	(۱۸۲/۹۰۹)	۸۰۶۴	تلفیقی
	هاسمن	-	-	-	-
PRO	چاو (F لیمر)	۰/۹۹۳۰۲۰	(۱۸۲/۹۰۸)	۵۱۴۱	تلفیقی
	هاسمن	-	-	-	-

از جمله مهم‌ترین فروض کلاسیک که دارای اهمیت ویژه‌ای می‌باشد، بررسی عدم وجود خودهمبستگی و عدم وجود ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌های الگو است. به منظور تشخیص وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها از آزمون دورین-واتسون (DW) استفاده شده است. در صورتی مقدار این آماره برای الگوی پژوهش بین ۱/۵ الی ۲/۵ باشد می‌توان عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای خطای مدل را تایید کرد. هم‌چنین، برای بررسی عدم همسانی واریانس اجزای خطای مدل رگرسیونی از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است. در صورتی که سطح معناداری این آزمون کمتر از ۵٪ باشد، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس پذیرفته نمی‌شود و الگو دارای ناهمسانی واریانس بین مقاطع می‌باشد.

جدول ۳. نتایج آزمون دورین-واتسون و بروش-پاگان

متغیر وابسته	آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری
ROA	دورین-واتسون	۱/۸۶۸۹۵۱	-
	بروش-پاگان	۸/۳۳۴۹۹۱	۰/۳۰۴۰
ROE	دورین-واتسون	۲/۱۸۱۰۱۵	-
	بروش-پاگان	۹/۱۳۱۶۹۰	۰/۲۴۳۳
ROS	دورین-واتسون	۱/۶۵۳۶۳۸	-
	بروش-پاگان	۱۰/۳۴۰۹۰	۰/۱۷۰۱
GROW	دورین-واتسون	۲/۰۹۷۹۶۸	-
	بروش-پاگان	۳/۴۹۹۱۶۶	۰/۷۴۴۱
PRO	دورین-واتسون	۲/۰۲۷۹۸۴	-
	بروش-پاگان	۸/۹۷۰۱۱۶	۰/۲۵۴۸

### تخمین مدل رگرسیونی

نتایج به دست آمده برای مدل رگرسیونی پژوهش نشان می‌دهد مقدار ضریب تعیین تعدیل شده در مدل‌های مورد بررسی در سطح مطلوبی است و این قدرت توضیح دهنده‌گی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. ضمن اینکه بررسی‌ها نشان می‌دهد که ضریب تعیین مدل اول (بازده دارایی‌ها) نسبت به سایر مدل‌ها بیشتر بوده است که این موضوع نشان از قدرت تعیین کنندگی بالاتر متغیرهای مستقل و کنترلی بر بازده دارایی‌ها دارد. مقدار احتمال آماره  $F$  نیز برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد و از آن جایی که مقدار احتمال آن کمتر از ۰/۰۵ است، لذا معنی‌داری مدل تایید می‌شود. هم‌چنین، با توجه به اینکه مقدار تورم واریانس کمتر از ۱۰ مورد قبول می‌باشد، در نتیجه عدم همخطی بین متغیرهای تحقیق پذیرفته می‌شود.



جدول ۴. نتایج تخمین مدل رگرسیونی اول

متغیر وابسته	متغیرهای	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
(ROA)	ضریب ثابت	C	-۰/۰۴۸۰۸۷	۰/۰۱۶۶۷۷	-۲/۸۱۳۴۹۰	۰/۰۰۳۹	-
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۰۳۹۱۷۹	۰/۰۱۴۰۲۰	-۲/۷۹۴۵۰۹	۰/۰۰۵۲	۱/۰۶۳۱۲۴
	استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۰۱۸۳۷۳	۰/۰۰۸۴۰۸	۲/۱۸۵۱۶۴	۰/۰۲۸۹	۱/۰۳۲۹۲۸
	اهرم مالی	LEV	-۰/۳۷۶۸۷۳	۰/۰۰۴۷۶۲	-۷۹/۱۴۶۰۳	۰/۰۰۰۰	۱/۰۶۳۵۶۴
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۲۵۰۸۳	۰/۰۰۱۰۶۰	۶۷۲۶۰	۰/۰۰۰۰	۱/۱۵۰۳۳۹
	رشد فروش	GROW	۰/۲۶۵۲۳۶	۰/۰۷۰۵۰۵	۳/۷۶۱۹۴۴	۰/۰۰۰۲	۱/۰۱۴۱۷۹
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۲۸۰۵۶۸	۰/۴۲۷۹۹۷	۰/۶۵۵۵۳۸	۰/۵۱۲۱	۱/۱۳۷۲۱۷
	ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۰۱۶۲۷۹	۰/۰۰۹۸۹۸	۱/۶۴۴۵۸۴	۰/۰۰۰۱	۱/۰۰۵۷۵۹
	ضریب تعیین				۰/۷۱۰۴۴۸		
	ضریب تعیین تعدیل شده				۰/۶۷۸۵۰۴		
آمار F				۱۴/۴۴۷۲۲			
سطح معناداری				۰/۰۰۰۰۰۰			
(ROE)	ضریب ثابت	C	۰/۴۰۴۱۸۶	۰/۰۲۴۴۰۰	۱۶/۵۶۵۳۰	۰/۰۰۰۰	-
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۰۱۰۸۴۵۱	۰/۰۰۶۰۶۳۲	-۱/۷۸۸۶۶۹	۰/۰۰۷۳	۱/۰۶۳۱۲۴
	استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۱۲۹۹۴	۰/۰۸۵۱۶۰	۰/۱۵۲۵۸۹	۰/۸۷۸۷	۱/۰۳۲۹۲۸
	اهرم مالی	LEV	-۰/۳۰۲۴۵۵	۰/۰۴۸۲۲۹	-۶/۲۷۱۲۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۶۳۵۶۴
	اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۳۰۶۷۹	۰/۰۱۰۷۳۲	-۲/۸۵۸۶۸۰	۰/۰۰۴۳	۱/۱۵۰۳۳۹
	رشد فروش	GROW	۰/۹۷۱۱۷۱	۰/۷۱۴۱۰۹	۱/۳۵۹۹۷۵	۰/۱۷۳۹	۱/۰۱۴۱۷۹
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۲۷۷۷۳۷	۰/۴۳۳۴۹۶	-۰/۶۴۰۶۹۱	۰/۵۲۱۷	۱/۱۳۷۲۱۷
	ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۴۴۸۹۰۵	۰/۰۱۰۰۲۶	-۴۴/۷۷۵۶۷	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۵۷۵۹
	ضریب تعیین				۰/۳۴۴۴۸۶		
	ضریب تعیین تعدیل شده				۰/۳۱۰۱۲۳		
آمار F				۲/۶۳۸۲۶۳			
سطح معناداری				۰/۰۰۰۰۰۰			
(ROS)	ضریب ثابت	C	-۰/۷۴۳۸۳۵	۰/۰۹۵۴۷۴	-۷/۷۹۰۹۳۰	۰/۰۰۰۰	-
	مالکیت خانوادگی	FOWN	۰/۰۳۱۷۸۷	۰/۰۳۴۲۷۲	۰/۹۲۷۴۷۷	۰/۳۵۳۷	۱/۰۶۳۱۲۴
	استقلال هیئت مدیره	BIND	-۰/۰۱۲۱۲۶	۰/۰۴۸۱۳۶	-۰/۲۵۱۹۱۵	۰/۸۰۱۱	۱/۰۳۲۹۲۸
	اهرم مالی	LEV	-۰/۶۴۸۶۴۳	۰/۰۲۷۲۶۱	-۲۳/۷۹۳۵۲	۰/۰۰۰۰	۱/۰۶۳۵۶۴

متغیر وابسته	متغیرهای	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۸۶۰۷۴	۰/۰۰۶۰۶۶	۱۴/۱۸۹۲۷	۰/۰۰۰۰	۱/۱۵۰۳۳۹
	رشد فروش	GROW	۰/۱۲۵۴۲۸	۰/۰۴۰۳۶۵	۳/۱۰۷۳۷۹	۰/۰۰۱۹	۱/۰۱۴۱۷۹
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۱۴۵۱۷۴	۰/۰۲۴۵۰۳	۵/۹۲۴۶۹۵	۰/۰۰۰۰	۱/۱۳۷۲۱۷
	ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۵۵۴۲۱۷	۰/۵۶۶۶۹۴	۰/۹۷۷۹۸۲	۰/۳۲۸۱	۱/۰۰۵۷۵۹
	ضریب تعیین				۰/۳۵۲۹۲۲		
	ضریب تعیین تعدیل شده				۰/۳۲۰۳۱۵		
	آمار F				۲/۷۳۶۸۱۶		
سطح معناداری				۰/۰۰۰۰۰۰			
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
(GROW)	ضریب ثابت	C	-۰/۱۵۹۲۷۹	۰/۰۲۵۱۹۰	-۶/۳۲۳۱۳۳	۰/۰۰۰۰	-
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۰۴۷۵۸۴	۰/۰۱۷۴۲۴	-۲/۷۳۰۸۸۰	۰/۰۰۶۳	۱/۰۰۶۳۰۲۰
	استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۱۷۷۸۸۵	۰/۱۲۷۲۷۷	۱/۳۹۷۶۲۴	۰/۱۶۲۳	۱/۰۳۲۶۹۹
	اهرم مالی	LEV	-۰/۲۹۶۳۲۳	۰/۰۷۲۰۲۰	-۴/۱۱۴۴۴۸	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۶۱۵۱۷
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۴۵۸۲۹	۰/۰۱۵۹۶۵	۹/۱۳۴۰۲۲	۰/۰۰۰۰	۱/۱۳۹۵۰۸
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۲۴۰۱۰۲	۰/۰۶۴۷۴۵	-۳/۷۰۸۴۰۸	۰/۰۰۰۲	۱/۱۳۵۴۳۸
	ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۳۱۶۷۹۷	۱/۴۹۸۱۸۰	۲/۱۱۴۵۴۸	۰/۰۳۴۵	۱/۰۰۵۲۴۷
	ضریب تعیین				۰/۵۰۳۹۸۱		
	ضریب تعیین تعدیل شده				۰/۵۰۳۳۰۷		
	آمار F				۲۰/۷۴۱۲۷		
سطح معناداری				۰/۰۰۰۰۰۰			
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
(PRO)	ضریب ثابت	C	-۰/۳۰۳۷۵۴	۰/۰۴۲۴۱۱	-۷/۱۶۲۱۴۴	۰/۰۰۰۰	-
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۹۳۳۸۰۶	۰/۵۲۲۴۰۸	-۰/۶۱۳۳۷۴	۰/۵۳۹۶	۱/۰۰۶۳۱۲۴
	استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۵۶۷۲۸۳	۰/۲۱۳۸۲۸	۲/۶۵۲۹۸۹	۰/۰۰۸۰	۱/۰۳۲۹۲۸
	اهرم مالی	LEV	۰/۸۲۲۶۵۰	۰/۱۲۱۰۹۸	۶/۷۹۳۲۴۱	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۶۳۵۶۴
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۲۹۶۸۲	۰/۰۲۶۹۴۶	۴/۸۱۲۵۶۱	۰/۰۰۰۰	۱/۱۵۰۳۳۹
	رشد فروش	GROW	۰/۱۱۷۶۶۶	۰/۰۰۱۷۹۳	۶۵/۶۲۳۲۱	۰/۰۰۰۰	۱/۰۱۴۱۷۹
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۲۶۰۲۷۵	۰/۱۰۸۸۴۶	-۲/۳۹۱۲۲۲	۰/۰۱۶۸	۱/۱۳۷۲۱۷
	ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۵۳۵۳۹۴	۰/۲۵۱۷۳۳	-۲/۱۲۶۸۳۳	۰/۰۳۳۵	۱/۰۰۵۷۵۹
	ضریب تعیین				۰/۳۳۷۰۴۹		
ضریب تعیین تعدیل شده				۰/۳۳۶۵۲۱			

متغیر وابسته	متغیرهای	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس
	F آمار				۶۳۷/۳۹۸۴		
	سطح معناداری				۰/۰۰۰۰۰۰		

همان گونه که در جدول (۴) نمایش داده شده است، سطح معناداری متغیر مستقل مالکیت خانوادگی شرکت (FOWN) در مدل های اول (بازده دارایی ها) و چهارم (رشد فروش) پایین تر از خطای ۵٪ است که این به معنای تایید رابطه معنادار بین مالکیت خانوادگی و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. اما این موضوع در مدل های دوم (بازده حقوق صاحبان سهام)، سوم (بازده فروش) و چهارم (رشد تولید) مورد تایید قرار نگرفته است. همچنین، ضریب بتای به دست آمده برای متغیر مستقل مالکیت خانوادگی شرکت منفی است که نشان وجود رابطه معکوس بین مالکیت خانوادگی و عملکرد مالی شرکت ها در دوره بررسی دارد (تایید فرضیه اول پژوهش).

#### مدل رگرسیونی فرضیه دوم

نتایج تخمین مدل های رگرسیونی فرضیه دوم در جدول (۵) آمده است.

جدول ۵. نتایج تخمین مدل رگرسیونی دوم

متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس
(ROA)	ضریب ثابت	C	-۰/۰۶۸۱۷۷	۰/۰۱۶۹۳۹	-۴/۰۲۴۸۳۶	۰/۰۰۰۱	-
	استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۰۳۵۶۵۹	۰/۰۰۸۸۲۲	۴/۰۴۲۰۳۵	۰/۰۰۰۱	۱/۱۴۲۲۱۳
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۰۹۶۳۹۷	۰/۰۱۶۹۳۳	-۵/۶۹۲۸۱۱	۰/۰۰۰۰	۸/۵۴۴۱۰۵
	استقلال هیئت مدیره * مالکیت خانوادگی	BIND*FOWN	۰/۱۸۳۰۹۳	۰/۰۲۸۹۰۴	۶/۳۳۴۶۰۳	۰/۰۰۰۰	۸/۳۷۸۸۲۶
	اهرم مالی	LEV	-۰/۳۷۴۳۱۷	۰/۰۰۴۷۶۸	-۷۸/۵۰۱۵۲	۰/۰۰۰۰	۱/۰۷۱۲۳۸
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۲۵۶۵۴	۰/۰۰۱۰۶۱	۲۴/۱۷۷۹۰	۰/۰۰۰۰	۱/۱۵۸۷۱۱
	رشد فروش	GROW	۰/۲۶۲۷۱۳	۰/۰۷۰۳۵۰	۳/۸۳۴۳۹۱	۰/۰۰۰۲	۱/۰۱۴۲۱۱
	نوع حسابرسان	BIG	-۰/۲۹۴۳۵۵	۰/۴۲۷۰۵۲	-۰/۶۸۹۲۷۲	۰/۴۹۰۷	۱/۱۳۷۲۴۷

متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس	
	ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۰۱۹۷۵۵	۰/۰۰۹۸۹۲	۱/۹۹۷۰۸۳	۰/۰۴۵۸	۱/۰۰۸۸۶۳	
	ضریب تعیین		۰/۷۵۰۶۴۰					
	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۹۸۴۰۴					
	آمار F		۱۴/۳۷۰۰۶					
	سطح معناداری		۰/۰۰۰۰۰۰					
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس	
(ROE)	ضریب ثابت	C	۰/۱۱۸۷۱۷	۰/۰۱۷۱۹۵	۶/۹۰۴۲۳۷	۰/۰۰۰۰	-	
	استقلال هیئت مدیره	BIND	-۰/۰۱۶۸۲۹	۰/۰۸۹۵۵۱	-۰/۱۸۷۹۲۱	۰/۸۵۰۹	۱/۱۴۲۲۱۳	
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۲۸۱۶۱۷	۰/۱۷۱۸۸۶	-۱/۶۳۸۳۹۳	۰/۰۱۰۴	۸/۵۴۴۱۰۵	
	استقلال هیئت مدیره*مالکیت خانوادگی	BIND*FOWN	۰/۳۱۵۸۸۹	۰/۲۹۳۳۹۹	۱/۰۷۶۶۵۳	۰/۲۸۱۷	۸/۳۷۸۸۲۶	
	اهرم مالی	LEV	-۰/۳۰۶۸۶۶	۰/۰۴۸۴۰۲	-۶/۳۳۹۸۷۹	۰/۰۰۰۰	۱/۰۷۱۲۳۸	
	اندازه شرکت	SIZE	-۰/۳۱۶۶۴۶	۰/۱۰۷۷۰۷	-۲/۹۳۹۸۷۶	۰/۰۰۳۳	۱/۱۵۸۷۱۱	
	رشد فروش	GROW	۰/۰۹۷۵۵۲	۰/۰۷۱۴۱۱	۱/۳۶۶۰۶۲	۰/۱۷۲۰	۱/۰۱۴۲۱۱	
	نوع حسایر	BIG	-۰/۲۷۵۳۵۹	۰/۴۳۳۴۹۸	-۰/۶۳۵۲۰۲	۰/۵۲۵۳	۱/۱۳۷۲۴۷	
	ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۴۴۹۵۰۴	۰/۰۱۰۰۴۱	-۴۴/۷۶۶۸۶	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۸۸۶۳	
	ضریب تعیین		۰/۳۵۴۴۹۴					
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۱۹۲۷۲						
آمار F		۲/۶۲۱۵۷۲						
سطح معناداری		۰/۰۰۰۰۰۰						
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس	
(ROS)	ضریب ثابت	C	-۰/۷۸۴۱۹۹	۰/۰۹۷۱۷۲	-۸/۰۷۰۲۵۰	۰/۰۰۰۰	-	
	استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۱۱۴۵۹۳	۰/۰۰۴۶۱۷	۲۴/۸۲۲۲۰	۰/۰۰۰۰	۱/۱۴۲۲۱۳	

متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۲۳۳۴۴۰	۰/۰۹۷۱۳۷	-۲/۴۰۳۲۰۳	۰/۰۱۶۳	۸/۵۴۴۱۰۵
	استقلال هیئت مدیره*مالکیت خانوادگی	BIND*FOWN	۰/۳۶۷۸۵۵	۰/۱۶۵۸۰۷	۲/۲۱۸۵۷۸	۰/۰۲۶۵	۸/۳۷۸۸۲۶
	اهرم مالی	LEV	-۰/۶۴۳۵۰۷	۰/۰۲۷۳۵۳	-۲۳/۵۲۵۶۷	۰/۰۰۰۰	۱/۰۷۱۲۳۸
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۸۷۲۲۲	۰/۰۰۶۰۸۷	۱۴/۳۲۹۶۵	۰/۰۰۰۰	۱/۱۵۸۷۱۱
	رشد فروش	GROW	۰/۰۱۲۴۹۲	۰/۰۰۴۰۳۶	۳/۰۹۵۴۶۱	۰/۰۰۲۰	۱/۰۱۴۲۱۱
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۱۴۵۴۵۱	۰/۰۲۴۴۹۸	-۵/۹۳۷۲۴۸	۰/۰۰۰۰	۱/۱۳۷۲۴۷
	ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۶۲۴۰۴۸	۰/۵۶۷۴۴۱	۱/۰۹۹۷۵۷	۰/۲۷۱۵	۱/۰۰۸۸۶۳
	ضریب تعیین			۰/۳۶۲۹۲۶			
	ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۳۲۹۴۷۰			
	آماره F			۲/۷۱۹۴۵۴			
سطح معناداری			۰/۰۰۰۰۰۰				
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
(GROW)	ضریب ثابت	C	-۰/۱۶۱۸۲۶	۰/۰۲۵۶۴۵	-۶/۳۱۰۳۴۹	۰/۰۰۰۰	-
	استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۰۱۳۸۲۴	۰/۰۰۵۷۱۲	۲/۴۲۰۳۱۷	۰/۰۱۹۹	۱/۱۴۱۹۲۲
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۲۱۱۵۰۸	۰/۲۵۶۹۲۶	-۰/۸۲۳۲۲۶	۰/۴۱۰۴	۸/۵۴۳۴۴۵
	استقلال هیئت مدیره*مالکیت خانوادگی	BIND*FOWN	۰/۲۳۲۶۴۴	۰/۴۳۸۵۶۶	۰/۵۳۰۴۶۵	۰/۵۹۵۸	۸/۳۷۸۵۵۷
	اهرم مالی	LEV	-۰/۲۹۳۰۶۵	۰/۰۷۲۲۸۴	-۴/۰۵۴۳۳۵	۰/۰۰۰۱	۱/۰۶۹۲۳۵
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۴۶۵۵۰	۰/۰۱۶۰۲۴	۹/۱۴۵۷۱۸	۰/۰۰۰۰	۱/۱۴۷۷۷۲
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۰۲۴۰۲۷	۰/۰۰۶۴۷۵	-۳/۷۱۰۷۹۹	۰/۰۰۰۲	۱/۱۳۵۴۶۵
	ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۳۲۱۲۰۳	۰/۱۵۰۰۵۴	۲/۱۴۰۵۸۳	۰/۰۳۲۳	۱/۰۰۸۳۳۷
ضریب تعیین			۵۲۴۰۱۲				

متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
	ضریب تعیین تعدیل شده			۵۲۳۲۲۶			
	آمار F			۱۷/۸۱۶۹۸			
	سطح معناداری			۰/۰۰۰۰۰۰			
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
(PRO)	ضریب ثابت	C	-۰/۳۲۰۰۷۹	۰/۰۴۳۱۶۷	-۷/۴۱۴۹۱۳	۰/۰۰۰۰	-
	استقلال هیئت مدیره	BIND	۰/۰۷۰۷۷۵	۰/۰۲۲۴۸۲	۳/۱۴۸۱۲۲	۰/۰۰۱۶	۱/۱۴۲۲۱۳
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۰۹۰۸۹۸	۰/۴۳۱۵۲	-۲/۱۰۶۴۷۷	۰/۰۳۵۲	۸/۵۴۴۱۰۵
	استقلال هیئت مدیره*مالکیت خانوادگی	BIND*FOWN	۰/۱۴۸۷۸۱	۰/۰۷۳۶۵۷	۲/۰۱۹۹۱۶	۰/۰۴۳۴	۸/۳۷۸۸۲۶
	اهرم مالی	LEV	۰/۰۸۴۳۴۲	۰/۰۱۲۱۵۱	۶/۹۴۱۰۱۱	۰/۰۰۰۰	۱/۰۷۱۲۳۸
	اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۱۳۴۳۲	۰/۰۰۲۷۰۴	۴/۹۶۷۶۸۰	۰/۰۰۰۰	۱/۱۵۸۷۱۱
	رشد فروش	GROW	۰/۱۱۷۶۴۵	۰/۰۰۱۷۹۳	۶۵/۶۲۲۲۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۱۴۲۱۱
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۰۲۶۱۴۰	۰/۰۱۰۸۸۳	-۲/۴۰۱۹۰۵	۰/۰۱۶۳	۱/۱۳۷۲۴۷
	ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۵۰۷۱۵۱	۰/۲۵۲۰۷۷	-۲/۰۱۱۸۸۹	۰/۰۴۴۳	۱/۰۰۸۸۶۳
	ضریب تعیین				۰/۳۳۷۳۵۸		
ضریب تعیین تعدیل شده				۰/۳۳۶۷۵۳			
آمار F				۵۵۸/۴۲۹۴			
سطح معناداری				۰/۰۰۰۰۰۰			

همان گونه که جدول (۵) نشان می‌دهد، سطح معناداری متغیر تعدیل‌گر مالکیت خانوادگی\*استقلال هیئت مدیره شرکت (BIND\*FOWN) در مدل‌های اول (بازده دارایی‌ها)، سوم (بازده فروش) و پنجم (رشد تولید) پایین‌تر از خطای ۵٪ است که این به معنای تایید اثر تعدیلی مالکیت خانوادگی بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی می‌باشد اما این موضوع در مدل‌های دوم (بازده حقوق صاحبان سهام) و چهارم (رشد فروش) مورد تایید قرار

نگرفته است. همچنین، ضریب بتای به دست آمده برای متغیر تعدیل گر مالکیت خانوادگی\*استقلال هیئت مدیره شرکت مثبت است که نشان از اثر تعدیلی مستقیم مالکیت خانوادگی بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکتها دارد (تایید فرضیه دوم پژوهش).

### مدل رگرسیونی فرضیه سوم

نتایج تخمین مدل های رگرسیونی فرضیه سوم در جدول (۶) آمده است.

جدول ۶. نتایج تخمین مدل رگرسیونی سوم

متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس
(ROA)	ضریب ثابت	C	-۰/۰۵۴۹۰۳	۰/۰۱۶۱۲۹	-۳/۴۰۴۰۲۱	۰/۰۰۰۷	-
	پاداش مدیران	COMP	۰/۴۲۵۵۹۴	۰/۰۴۹۰۱۹	۸/۶۸۲۱۵۲	۰/۰۰۰۰	۱/۱۱۱۷۴۰
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۰۲۰۲۴۱	۰/۰۱۳۲۷۰	-۱/۵۲۵۳۱۸	۰/۱۲۷۲	۵/۲۷۴۵۰۱
	پاداش مدیران* مالکیت خانوادگی	COMP*FOWN	۰/۲۵۸۷۰۲	۰/۱۸۷۴۶۲	۱/۳۸۰۰۲۰	۰/۱۶۷۶	۵/۳۴۶۶۰۳
	اهرم مالی	LEV	-۰/۳۷۹۹۰۶	۰/۰۰۴۷۲۵	-۸۰/۴۰۲۵۸	۰/۰۰۰۰	۱/۰۵۷۳۲۰
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۲۴۳۹۱	۰/۰۰۱۰۶۱	۲۲/۹۸۳۷۷	۰/۰۰۰۰	۱/۱۶۵۰۴۲
	رشد فروش	GROW	۰/۳۰۷۰۸۷	۰/۰۷۰۳۶۴	۴/۳۶۴۲۳۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۱۹۸۶۸
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۶۲۱۵۵۱	۰/۴۲۵۶۱۹	-۱/۴۶۰۳۴۶	۰/۱۴۴۲	۱/۱۳۵۴۴۷
	ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۰۲۰۴۱۰	۰/۰۰۹۸۵۴	۲/۰۷۱۱۶۹	۰/۰۳۸۴	۱/۰۰۶۴۴۰
	ضریب تعیین			۰/۷۵۹۷۸۴			
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۷۰۹۴۶۳				
آماره F			۱۵/۰۹۸۷۸				
سطح معناداری			۰/۰۰۰۰۰۰				
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس

متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس
(ROE)	ضریب ثابت	C	۰/۱۰۶۲۸۴	۰/۰۱۶۳۷۲	۶/۴۹۱۸۰۴	۰/۰۰۰۰	-
	پاداش مدیران	COMP	۰/۰۳۳۹۴۷	۰/۰۰۴۹۷۶	۶/۸۲۲۲۸۷	۰/۰۰۰۰	۱/۱۱۱۷۴۰
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۵۴۴۱۵۲	۰/۱۱۸۷۵۲	-۴/۵۸۲۲۵۷	۰/۰۰۰۰	۵/۲۷۴۵۰۱
	پاداش مدیران* مالکیت خانوادگی	COMP*FOWN	۰/۷۸۷۴۳۶	۰/۲۳۳۵۰۲	۳/۳۷۲۲۹۴	۰/۰۰۰۷	۵/۳۴۶۶۰۳
	اهرم مالی	LEV	-۰/۳۲۷۶۱۰	۰/۰۴۷۹۶۳	-۶/۸۳۰۴۴۵	۰/۰۰۰۰	۱/۰۵۷۳۲۰
	اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۳۹۰۴۸	۰/۰۱۰۷۷۲	-۳/۶۲۴۸۷۹	۰/۰۰۰۳	۱/۱۶۵۰۴۲
	رشد فروش	GROW	۰/۰۱۳۳۲۶	۰/۰۰۷۱۴۳	۱/۸۶۵۷۱۲	۰/۰۶۲۱	۱/۰۱۹۸۶۸
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۰۴۴۲۴۸	۰/۰۰۴۳۲۰۴	-۱/۰۲۴۱۶۵	۰/۳۰۵۸	۱/۱۳۵۴۴۷
	ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۰۴۴۵۴۸	۰/۰۰۱۰۰۰	-۴۴/۵۳۳۹۶	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۶۴۴۰
	ضریب تعیین			۰/۳۵۹۲۱۵			
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۳۲۴۹۸۲				
آمار F			۲/۶۷۶۰۵۵				
سطح معناداری			۰/۰۰۰۰۰۰				
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس
(ROS)	ضریب ثابت	C	-۰/۷۹۵۸۵۳	۰/۰۹۲۶۷۲	-۸/۵۸۷۸۳۲	۰/۰۰۰۰	-
	پاداش مدیران	COMP	۰/۰۱۲۰۹۴	۰/۰۰۲۸۱۷	۴/۲۹۳۸۳۱	۰/۰۰۰۰	۱/۱۱۱۷۴۰
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۵۹۳۰۷۹	۰/۳۰۶۷۱۰	-۱/۹۳۳۶۷۷	۰/۰۵۳۲	۵/۲۷۴۵۰۱
	پاداش مدیران* مالکیت خانوادگی	COMP*FOWN	۰/۶۸۲۰۲۳	۱/۰۷۷۱۱۳	۰/۶۳۳۱۹۵	۰/۵۲۶۶	۵/۳۴۶۶۰۳



متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس
	اهرم مالی	LEV	-۰/۶۵۲۷۴۳	۰/۰۲۷۱۴۹	-۲۴/۰۴۳۰۳	۰/۰۰۰۰	۱/۰۵۷۳۲۰
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۸۳۶۱۰	۰/۰۰۶۰۹۸	۱۳/۷۱۲۱۵	۰/۰۰۰۰	۱/۱۶۵۰۴۲
	رشد فروش	GROW	۰/۰۱۳۶۵۶	۰/۰۰۴۰۴۳	۳/۳۷۷۶۳۵	۰/۰۰۰۷	۱/۰۱۹۸۶۸
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۱۵۲۲۵۰	۰/۰۲۴۴۵۵	-۶/۲۲۵۶۹۳	۰/۰۰۰۰	۱/۱۳۵۴۴۷
	ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۰۷۰۸۱۵	۰/۰۵۶۶۲۱	۱/۲۵۰۶۷۰	۰/۲۱۱۱	۱/۰۰۶۴۴۰
	ضریب تعیین			۰/۳۶۲۷۷۵			
	ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۳۲۹۲۸۸			
آمار F			۲۲/۷۱۷۶۸۱				
سطح معناداری			۰/۰۰۰۰۰۰				
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس
(GROW)	ضریب ثابت	C	-۰/۱۳۷۵۴۷	۰/۰۲۴۴۲۴	-۵/۶۳۱۶۵۲	۰/۰۰۰۰	-
	پاداش مدیران	COMP	۰/۰۵۱۲۳۷	۰/۰۰۷۴۱۶	۶/۹۰۸۶۶۸	۰/۰۰۰۰	۱/۱۰۵۷۲۷
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۵۸۶۶۳۸	۰/۲۰۱۲۱۷	-۲/۹۱۵۴۵۳	۰/۰۰۳۶	۵/۲۶۹۳۹۷
	پاداش مدیران* مالکیت خانوادگی	COMP*FOWN	۰/۱۰۳۶۱۰	۰/۰۲۸۴۱۷	۳/۶۴۶۰۳۰	۰/۰۰۰۳	۵/۳۳۸۵۱۶
	اهرم مالی	LEV	-۰/۲۶۲۰۲۴	۰/۰۷۱۶۲۶	-۳/۶۵۸۲۰۱	۰/۰۰۰۳	۱/۰۵۵۷۱۱
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۶۰۶۵۷	۰/۰۱۶۰۰۸	۱۰/۰۳۶۲۸	۰/۰۰۰۰	۱/۱۵۱۸۲۲
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۲۲۶۲۲۲	۰/۰۶۴۵۲۳	-۳/۵۰۶۰۶۲	۰/۰۰۰۵	۱/۱۳۳۸۵۹
	ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۲۵۷۳۰۱	۰/۱۴۹۴۷۱	۱/۷۲۱۴۰۴	۰/۰۸۵۲	۱/۰۰۶۱۰۱
	ضریب تعیین			۰/۵۵۹۴۸۱			
	ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۵۲۸۶۹۹			

متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس
	آمار F			۲۴/۹۰۸۵۰			
	سطح معناداری			۰/۰۰۰۰۰۰			
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس
(PRO)	ضریب ثابت	C	-۰/۲۹۰۵۹۱	۰/۰۴۱۱۸۱	-۷/۰۵۶۴۷۵	۰/۰۰۰۰	-
	پاداش مدیران	COMP	۰/۵۹۳۳۰۴	۰/۱۲۵۱۵۹	۴/۷۴۰۴۱۱	۰/۰۰۰۰	۱/۱۱۱۷۴۰
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۵۰۰۱۸۷	۰/۰۲۵۰۸۲	-۱۹/۹۴۱۷۰	۰/۰۰۰۰	۵/۲۷۴۵۰۱
	پاداش مدیران* مالکیت خانوادگی	COMP*FOWN	۰/۱۵۵۶۸۵	۰/۰۱۳۹۲۵	۱۱/۱۸۰۴۸	۰/۰۰۰۰	۵/۳۴۶۶۰۳
	اهرم مالی	LEV	۰/۰۷۳۶۶۴	۰/۰۱۲۰۶۴	۶/۱۰۶۰۳۳	۰/۰۰۰۰	۱/۰۵۷۳۲۰
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۱۱۸۵۹	۰/۰۰۰۲۷۱۰	۴/۳۷۶۹۰۴	۰/۰۰۰۰	۱/۱۶۵۰۴۲
	رشد فروش	GROW	۰/۱۱۸۳۷۸	۰/۰۰۰۱۷۹۷	۶۵/۸۹۰۸۵	۰/۰۰۰۰	۱/۰۱۹۸۶۸
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۰۳۰۹۲۴	۰/۰۱۰۸۶۷	-۲/۸۴۵۶۳۸	۰/۰۰۴۴	۱/۱۳۵۴۴۷
	ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۵۰۸۷۴۶	۰/۲۵۱۶۰۹	-۲/۰۲۱۹۷۰	۰/۰۴۳۲	۱/۰۰۶۴۴۰
	ضریب تعیین				۰/۳۳۸۲۲۶		
	ضریب تعیین تعدیل شده				۰/۳۳۷۶۲۳		
	آمار F				۵۶۰/۶۰۱۶		
	سطح معناداری				۰/۰۰۰۰۰۰		

همان گونه که جدول (۶) نشان می‌دهد، سطح معناداری متغیر تعدیل گر مالکیت خانوادگی\*پاداش مدیران شرکت (COMP\*FOWN) در مدل های دوم (بازده حقوق صاحبان سهام)، چهارم (رشد فروش) و پنجم (رشد تولید) پایین تر از خطای ۵٪ است که این به معنای

تایید اثر تعدیلی مالکیت خانوادگی بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد اما این موضوع در مدل‌های اول (بازده دارایی‌ها) و سوم (بازده فروش) مورد تایید قرار نگرفته است. همچنین، ضریب بتای به دست آمده برای متغیر تعدیل گر مالکیت خانوادگی\*پاداش مدیران شرکت مثبت است که نشان از اثر تعدیلی مستقیم مالکیت خانوادگی بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد مالی شرکت‌ها دارد (تایید فرضیه سوم پژوهش).

#### مدل رگرسیونی فرضیه چهارم

نتایج تخمین مدل‌های رگرسیونی فرضیه دوم در جدول (۷) نشان داده شده است.

جدول ۷. نتایج تخمین مدل رگرسیونی چهارم

متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
(ROA)	ضریب ثابت	C	۰/۱۸۱۵۹۴	۰/۰۲۰۵۰۸	۸/۸۵۴۹۱۴	۰/۰۰۰۰	-
	تنوع شرکت	DS	۰/۱۸۴۰۵۳	۰/۰۰۹۴۳۹	۱۹/۴۹۹۶۸	۰/۰۰۰۰	۱/۰۹۳۸۹۴
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۰۲۰۷۹۱	۰/۰۰۱۶۴۷	-۱۲/۶۱۹۶۴	۰/۰۰۰۰	۷/۷۲۶۸۰۱
	تنوع شرکت*مالکیت خانوادگی	DS*FOWN	۰/۰۲۶۴۲۷	۰/۰۳۷۰۱۴	۰/۷۱۳۹۶۰	۰/۴۷۵۳	۷/۸۹۴۳۶۰
	اهرم مالی	LEV	-۰/۳۷۶۱۶۸	۰/۰۰۴۶۲۴	-۸۱/۳۵۵۷۸	۰/۰۰۰۰	۱/۰۴۹۷۷۶
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۲۶۳۳۱	۰/۰۰۱۰۴۱	۲۵/۱۸۷۰۲	۰/۰۰۰۰	۱/۱۶۳۰۱۳
	رشد فروش	GROW	۰/۴۱۸۲۵۷	۰/۰۰۶۹۳۲۸	۶/۰۳۳۰۴۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۲۶۵۱۵
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۵۸۳۵۴۲	۰/۴۱۷۹۰۳	-۱/۳۹۶۳۵۹	۰/۱۴۲۶	۱/۱۳۴۹۸۳
	ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۹۳۶۳۲۷	۰/۹۶۶۷۲۷	۰/۹۶۸۵۵۴	۰/۳۳۲۸	۱/۰۰۴۲۵۳
	ضریب تعیین	۰/۷۵۰۰۱۳					
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۹۷۶۴۵						
آماره F	۱۴/۳۲۲۰۵						
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰۰						
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
(ROE)	ضریب ثابت	C	۱۳۴۲۰۳	۰/۰۱۶۵۰۹	۸/۱۲۸۹۱۵	۰/۰۰۰۰	-
	تنوع شرکت	DS	۶۵۱۱۳۸	۰/۰۹۷۵۵۴	۶/۶۷۴۶۳۸	۰/۰۰۰۰	۱/۰۹۳۸۹۴
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۱۰۸۵۹۸	۰/۰۱۲۷۵۱	-۸/۵۱۷۰۲۷	۰/۰۰۰۰	۷/۷۲۶۸۰۱

متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس
	تنوع شرکت*مالکیت خانوادگی	DS*FOWN	۰/۱۰۹۵۶	۰/۳۸۲۵۶۲	۰/۰۲۸۶۳۸	۰/۹۷۷۲	۷/۸۹۴۳۶۰
	اهرم مالی	LEV	-۰/۲۹۵۶۵۲	۰/۰۴۷۷۸۸	-۶/۱۸۶۶۸۷	۰/۰۰۰۰	۱/۰۴۹۷۷۶
	اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۲۶۳۸۵	۰/۰۱۰۷۶۲	-۲/۴۵۱۶۰۳	۰/۰۱۴۲	۱/۱۶۳۰۱۳
	رشد فروش	GROW	۰/۱۵۰۵۴	۰/۰۰۷۱۶۵	۲/۱۰۰۹۸۴	۰/۰۳۵۷	۱/۰۲۶۵۱۵
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۰۳۷۰۰۷	۰/۰۴۳۱۹۲	-۰/۸۵۶۸۱۱	۰/۳۹۱۶	۱/۱۳۴۹۸۳
	ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۴۵۱۰۱۲	۰/۰۰۹۹۹۲	-۴۵/۱۳۹۳۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۴۲۵۳
	ضریب تعیین			۰/۳۵۶۱۹۶			
	ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۳۲۱۳۳۱			
	آمار F			۲/۶۴۱۱۲۶			
	سطح معناداری			۰/۰۰۰۰۰۰			
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس
(ROS)	ضریب ثابت	C	-۰/۶۰۵۵۳۸	۰/۰۹۲۹۵۱	-۶/۵۱۴۶۱۵	۰/۰۰۰۰	-
	تنوع شرکت	DS	۰/۵۹۵۹۱۴	۰/۰۵۴۹۲۵	۱۰/۸۴۶۷	۰/۰۰۰۰	۱/۰۹۳۸۹۴
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۱۸۲۲۴۲	۰/۰۹۱۷۸۷	-۱/۹۸۵۴۹۰	۰/۰۴۷۱	۷/۷۲۶۸۰۱
	تنوع شرکت*مالکیت خانوادگی	DS*FOWN	۰/۵۷۴۹۷۰	۰/۲۱۵۳۸۹	۲/۶۶۹۴۶۸	۰/۰۰۷۶	۷/۸۹۴۳۶۰
	اهرم مالی	LEV	-۰/۶۳۷۵۶۱	۰/۰۲۶۹۰۶	۲۳/۶۹۶۱۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۴۹۷۷۶
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۹۱۲۶۶	۰/۰۰۶۰۵۹	۱۵/۰۶۲۱۷	۰/۰۰۰۰	۱/۱۶۳۰۱۳
	رشد فروش	GROW	۰/۰۱۷۳۷۰	۰/۰۰۴۰۳۴	۴/۳۰۵۷۰۹	۰/۰۰۰۰	۱/۰۲۶۵۱۵
	نوع حسابرس	BIG	-۰/۱۵۵۸۴۵	۰/۰۲۴۳۱۸	-۶/۴۰۸۶۴۸	۰/۰۰۰۰	۱/۱۳۴۹۸۳
	ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۰۳۹۶۲۰	۰/۰۵۶۲۵۴	۰/۷۰۴۳۰۴	۰/۴۸۱۳	۱/۰۰۴۲۵۳
	ضریب تعیین			۰/۳۶۲۸۳۳			
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۳۲۹۳۵۸				
آمار F			۲/۷۱۸۳۶۱				
سطح معناداری			۰/۰۰۰۰۰۰				
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره f	معناداری	تورم واریانس
(GROW)	ضریب ثابت	C	-۰/۱۸۵۰۶۸	۰/۰۲۴۵۱۵	-۷/۵۴۹۰۱۴	۰/۰۰۰۰	-
	تنوع شرکت	DS	۱۵۰۵۵۴	۰/۰۱۴۴۴۴	۱۰/۴۲۳۲۹	۰/۰۰۰۰	۱/۰۸۰۵۱۸

متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۰۵۹۸۹۸	۰/۰۲۴۲۷۹	-۲/۴۶۷۱۱۳	۰/۰۱۳۶	۷/۷۲۱۴۴۵
	تنوع شرکت*مالکیت خانوادگی	DS*FOWN	۰/۱۴۰۴۲۳	۰/۰۵۶۹۷۳	۲/۴۶۷۴۵	۰/۰۱۳۷	۷/۸۸۸۸۹۹
	اهرم مالی	LEV	-۰/۰۳۳۰۹۰	۰/۰۰۷۱۱۱	-۴/۶۵۳۶۱۵	۰/۰۰۰۰	۱/۰۴۷۱۹۲
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۳۲۱۶۵	۰/۰۱۵۹۷۱	۸/۲۷۵۴۲۴	۰/۰۰۰۰	۱/۱۵۴۰۰۸
	نوع حسابرِس	BIG	-۰/۲۱۶۳۱۰	۰/۰۶۴۳۰۴	-۳/۳۶۳۸۵۶	۰/۰۰۰۸	۱/۱۳۳۵۲۱
	ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۳۴۴۷۱۹	۰/۱۴۸۸۰۴	۲/۳۱۶۵۹۳	۰/۰۲۰۵	۱/۰۰۳۶۴۰
	ضریب تعیین				۰/۵۲۵۸۳۰		
	ضریب تعیین تعدیل شده				۰/۵۲۵۰۵۳		
	آمار F				۳۳/۲۴۱۷۴		
	سطح معناداری				۰/۰۰۰۰۰۰		
متغیر وابسته	متغیرها	نماد	ضریب بتا	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
(PRO)	ضریب ثابت	C	-۰/۳۰۲۲۳۱	۰/۰۴۱۵۴۱	-۷/۲۷۵۵۶۲	۰/۰۰۰۰	-
	تنوع شرکت	DS	۰/۱۰۰۹۱۴	۰/۰۲۴۵۴۶	۴/۱۱۱۱۶۶	۰/۰۰۰۰	۱/۰۹۳۸۹۴
	مالکیت خانوادگی	FOWN	-۰/۴۰۶۹۹۰	۰/۱۶۹۹۵۶	-۲/۳۹۴۶۷۳	۰/۰۱۶۷	۷/۷۲۶۸۰۱
	تنوع شرکت*مالکیت خانوادگی	DS*FOWN	۰/۰۹۱۴۱۴	۰/۰۴۰۷۵۹	۲/۲۴۲۸۲۲	۰/۰۲۴۹	۷/۸۹۴۳۶۰
	اهرم مالی	LEV	۰/۰۷۶۸۸۷	۰/۰۱۲۰۲۴	۶/۳۹۴۲۴۱	۰/۰۰۰۰	۱/۰۴۹۷۷۶
	اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۱۲۶۹۰	۰/۰۰۲۷۰۸	۴/۶۸۶۳۰۷	۰/۰۰۰۰	۱/۱۶۳۰۱۳
	رشد فروش	GROW	۰/۱۱۶۹۱۲	۰/۰۰۱۸۰۳	۶۴/۸۴۵۶۹	۰/۰۰۰۰	۱/۰۲۶۵۱۵
	نوع حسابرِس	BIG	-۰/۰۲۶۸۲۵	۰/۰۱۰۸۶۸	-۲/۴۶۸۲۸۷	۰/۰۱۳۶	۱/۱۳۴۹۸۳
	ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۰۵۳۷۳۶	۰/۰۲۵۱۴۱	-۲/۱۳۷۴۳۵	۰/۰۳۲۶	۱/۰۰۴۲۵۳
	ضریب تعیین				۰/۳۳۷۸۵۳		
ضریب تعیین تعدیل شده				۰/۳۳۷۲۴۹			
آمار F				۵۵۹/۶۶۷۶			
سطح معناداری				۰/۰۰۰۰۰۰			

همان گونه که جدول (۷) نشان می‌دهد، سطح معناداری متغیر تعدیل گر مالکیت خانوادگی\*تنوع شرکت (DS\*FOWN) در مدل های سوم (بازده فروش)، چهارم (رشد فروش)

و پنجم (رشد تولید) پایین تر از خطای ۵٪ است که این به معنای تایید اثر تعدیلی مالکیت خانوادگی بر رابطه بین تنوع و عملکرد مالی می‌باشد. اما این موضوع در مدل‌های اول (بازده دارایی‌ها) و دوم (بازده حقوق صاحبان سهام) مورد تایید قرار نگرفته است. هم‌چنین، ضریب بتای به دست آمده برای متغیر تعدیل‌گر مالکیت خانوادگی \*تنوع شرکت مثبت است که نشان از آنکه نشان از اثر تعدیلی مستقیم مالکیت خانوادگی بر رابطه بین تنوع شرکت و عملکرد مالی شرکت‌ها دارد (تایید فرضیه چهارم پژوهش).

### بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌ها نشان می‌دهد رابطه معکوس و معناداری بین مالکیت خانوادگی و عملکرد مالی شرکت‌ها در دوره بررسی وجود دارد. در این ارتباط می‌توان موارد مختلفی را ذکر کرد. به طور نمونه در شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی مدیران همواره در پی منافع شخصی خود هستند و به دلیل عدم نظارت و کنترل بالا از سوی مدیران دیگر که احتمالاً نسبت خانوادگی دارند، بیشتر دست به فعالیت‌های منفعت طلبانه می‌زنند. از سوی دیگر، این گروه از مدیران تمایل و اعتماد چندانی به مدیران دیگر (مدیران غیر خانوادگی) از خود نشان نمی‌دهند که این امر در نهایت می‌تواند موجب کاهش عملکرد شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی شود. این یافته‌ها سازگار با نتایج مطالعه هارجیتو و همکاران (۲۰۲۱) و موریان زاده و همکاران (۱۳۹۵) می‌باشد. هم‌چنین یافته‌ها نشان دهنده اثر تعدیلی مستقیم مالکیت خانوادگی بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت‌ها است. این یافته‌ها بر نقش مهم نظارتی و کنترلی مدیران غیرموظف تاکید دارد. هم‌چنین یافته‌ها نشان از اثر تعدیلی مستقیم مالکیت خانوادگی بر رابطه بین پاداش مدیران و عملکرد مالی شرکت‌ها دارد. در ارتباط با این یافته‌ها می‌توان به این موضوع اشاره کرد که پاداش مدیران بر اساس سودآوری شرکت‌ها محاسبه می‌شود و یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های مدیران است. چراکه افزایش عملکرد مالی شرکت‌ها هم می‌تواند چشم‌انداز آتی شرکت را مطلوب جلوه دهد و هم اینکه موجب افزایش درآمدها و پاداش‌های مدیران شود. در نهایت به منظور ارائه پیشنهادات، پیشنهاد می‌شود اثر سایر متغیرهای کنترلی مانند اثر کرونا که در دوره تحقیق نیز وجود داشته است و هم‌چنین عوامل اقتصاد کلان بررسی شود. در خصوص محدودیت‌های تحقیق، عدم امکان استفاده از سایر متغیرهای ارزیابی حاکمیت شرکتی و حذف برخی از شرکت‌ها مهم‌ترین محدودیت‌های تحقیق می‌باشد.

### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.

## منابع

- احمدپور، احمد؛ جوان، سعید (۱۳۹۴). بررسی ساختار مالکیت و رابطه میان پاداش هیأت مدیره و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش های حسابداری مالی*، ۲(۷): ۱۷-۳۲.
- اعرابی، سید محمد؛ عابدی، رحیم (۱۳۸۹). رابطه هماهنگی اسراتژی سطح کسب و کار و اسراتژی مالی با عملکرد سازمان. *فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات مدیریت صنعتی*، ۸(۱۹): ۲۳۹-۲۷۷.
- مرفوع، محمد؛ شاکری، رباب (۱۳۹۷). اسراتژی های کسب و کار و رابطه آن با عملکرد مالی شرکت ها. *پژوهش های تجربی حسابداری*، ۸(۲۹): ۱۵۷-۱۸۳.
- مهرآذین، علیرضا، قبدیان، بشیر، فروتن، امید؛ تقی پور، محمد (۱۳۹۲). مالکیت خانوادگی، غیر خانوادگی شرکت ها و مدیریت سود. *دانش حسابرسی*، ۱۳(۵۲): ۱۵۳-۱۷۱.

## References

- Agustia, Dian, Nur Pratama Abdi Muhammad, Yani Permatasari. (2020). Earnings management, business strategy, and bankruptcy risk: evidence from Indonesia. *Heliyon*, 6, (2), 1-9.
- Ahmadpour, A. Javan, S. (2016). Investigation on the Ownership Structure and Relationship between Board of Directors' Compensation and Firms Performance Listed in Tehran Stock Exchange. *Finanacial Accounting Reaserch*, 7, (2). 17-32. (In Persian).
- Anderson, R. C; and Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 50. *Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1328.
- Anderson, R. C; D. M. Reeb, A. Upadhyay, and W. Zhao. (2011). The economics of director heterogeneity, *Financial Managment*, 40(1).5-38
- Arabi, A, Abedi, R. (2011). Relationship between business and financial strategies alignment and organizational performance. *Industrial Management Studies*, 8, (19).239-277. (In Persian).
- Conyon, M. J. (2006). "Executive compensation and incentives". *Academy of Management Perspectives*, 20, 1, 25-44.
- Cornett, M. M; A. J. Marcus, A. Saunders, & H. Tehranian, (2014). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking and Finance*, 31, (6). 1771-1794.
- Djebali, R, Belanès, A (2015). On The Impact of Family Versus Institutional Blockholders On Dividend Policy. *The Journal of Applied Business Research*, 31(4).1329-1342.
- Gómez-Mejía, L. R; Cruz, C; & Imperatore, C. (2014). Financial reporting and the protection of socioemotional wealth in family- controlled firms. *European Accounting Review*, 23(3), 387-402.



- Gupta, P; Sharma, A; (2014). A study of the impact of corporate governance practices on firm performance in Indian and South Korean companies, *Procedia , Social and Behavioral Sciences*, 133(2), 4-11.
- Harjito D. Agus, (2021). The Effect of Corporate Governance and Corporate Strategy on Family Firm Performance in Indonesia, *the Journal of Applied Business Research*, 37, (1), 11-16.
- Leung, S; Richardson, G; & Jaggi, B. (2014). Corporate board and board committee independence, firm performance, and family ownership concentration: An analysis based on Hong Kong firms. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10, 16-31.
- Marfo, M, Shakeri, R. (2019). The effect of Business Strategies on the Company's Information Environment. *Industrial Management Studies*, 8, (29).157-183, (In Persian).
- Mehrazin,A; Ghabdian, B, Forotan, O, Taghipour. M. (2014). Family ownership, non family firms and Earnings management *Audit Science*, 13(52).153-171. (In Persian).

#### COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC-ND 4.0 license.