

تاثیر مولفه های خانوادگی شرکت های فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر ارزش سهام آنها

سمانه یعقوبی سیاهمزیگی

کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد آستانه اشرفیه

چکیده

پژوهش حاضر با هدف ارزیابی تاثیر سطوح مختلف مداخله مدیران شرکت های خانوادگی فعال عضو بازار بورس اوراق بهادار تهران بر تغییرات ارزش سهام شرکت های فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفته است. بطوریکه با توجه به ویژگی های مولفه های متغیرهای مستقل (مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین، پائین، متوسط، بالا، خیلی بالا) و تغییرات ارزش سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه گردآوری اطلاعات میدانی، روش تحقیق در مطالعه اخیر با توجه به شکل بیان فرضیه ها توصیفی و تحلیلی از نوع علی است. جامعه آماری در این تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده و فعال در بورس اوراق بهادار تهران است. تعداد حدود ۹۰ شرکت خانوادگی فعال در بورس اوراق بهادار تهران یافت شد که برای انتخاب نمونه فیلترهایی صورت گرفت و در نهایت پس از اعمال محدودیت های تحقیق حاضر، ۳۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره مورد بررسی به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند. و اعضای هیئت مدیره این شرکت ها برای توزیع پرسشنامه شناسایی شدند. برای توزیع پرسشنامه به عنوان نمونه طراحی و تحلیل شد. پس از آنکه روایی آن از طریق روایی محتوا و پایایی آن از طریق آلفای کرونباخ مورد تایید قرار گرفت در کل جامعه آماری توزیع شد. و برای محاسبه ضریب آلفای کرونباخ از نسخه ۲۳ نرم افزار SPSS استفاده شده است. یافته های تحقیق هم حاکی از معنادار بودن رابطه بین مولفه های متغیرهای مستقل (مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین، پائین، متوسط، بالا، خیلی بالا) و تغییرات ارزش سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

واژگان کلیدی: تاثیر سطوح مختلف، مداخله مدیران، شرکت های خانوادگی، بازار بورس اوراق

بهادار، ارزش سهام

مقدمه

اهمیت شرکت های خانوادگی در دنیای اقتصاد به حدی است که چیزی حدود ۳۵ درصد (۱۷۵ شرکت) از ۵۰۰ شرکت بزرگ آمریکایی از نوع شرکت های خانوادگی می باشند (امیدوار، ۱۳۸۹). به همین منظور در بسیاری کشورها، شاخص های متعددی برای تعریف اینگونه شرکت ها ارایه گردیده است و پژوهشگران در سال های اخیر به دلیل اهمیت این شرکت ها پژوهش های مختلفی را در مورد این شرکت ها انجام داده اند. در ایران، متأسفانه به دلیل شفافیت کم، اطلاعات افشا شده در مورد ماهیت و مالکیت شرکت ها و به تبع عدم تشخیص و تفکیک شرکت های خانوادگی (شرکت هایی که یک یا چند خانواده به خصوص در اجرای سیاست های کلی و راهبردی شرکت، نقش کلیدی ایفا می کنند) تاکنون تحقیقات زیادی در مورد اینگونه شرکت ها صورت نگرفته است. از طرفی به دلیل اهمیت سود به عنوان یکی از اساسی ترین ابزارهای تصمیم گیری سرمایه گذاران و وجود مقوله مدیریت سود به عنوان ابزاری برای دستکاری سود توسط مدیران، این پژوهش کوشش می کند تا ابتدا شرکت های خانوادگی را تعریف و شناسایی نموده و سپس رفتار مدیریت سود را در این شرکت ها و شرکت های غیر خانوادگی بررسی نماید.

ساختار مالکیت شرکت ها می تواند بسیار متنوع باشد و طیف وسیعی از سهامداران حقیقی و حقوقی می توانند در این ساختار ایفای نقش کنند. حضور سهامداران حقیقی از یک خانواده یا فامیل با در اختیار داشتن درصد بالای سهام و یا حضور آن ها در هیأت مدیره به نوعی خانوادگی بودن مالکیت شرکت را نشان می دهد (Anderson, 2003). 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.

طبق تئوری حسابداری (Hendriksen and Van Breda, 1993) هدف اصلی گزارشگری سود، فراهم آوردن اطلاعات سودمند برای اشخاصی است که بیشترین علاقه را به گزارشات مالی دارند. با فرض اینکه مدیریت، به منافع شخصی خویش می اندیشد، مدیران ممکن است سود حسابداری را دستکاری، یا به زبانی دیگر سود را مدیریت نمایند، تا بیشترین منافع را بدست آورند. نقش مهم «سود» به عنوان شاخصی مناسب در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاران، و این امر که مدیران این توانایی را دارند که با دستکاری سود اطلاعات گمراه کننده ای، در اختیار استفاده کنندگان از اطلاعات قرار دهند، و وجود مقوله مدیریت سود به عنوان ابزاری برای دستکاری سود توسط مدیران نیاز به توجه بیشتر به ساختار مالکیت شرکت ها و تحلیل بیشتر اطلاعات ارایه شده توسط آنها را نشان می دهد. در ایران، برخلاف شرکت های صاحب نظر در زمینه حسابداری و مطالعات مالی، تاکنون شاخص مناسبی، متناسب با شرایط بازار سرمایه کشور برای تعریف شرکت های خانوادگی - در عین وجود اینگونه شرکتها- ارایه نگردیده است و بیشتر تحقیقات متوجه مالکیت های نهادی بوده است.

ادبیات نظری

پژوهش های انجام گرفته در مورد تاثیر گذاری مدیریت شرکت های خانوادگی در تغییرات سهام بازار بورس اوراق بهادار تهران که از چالش های مهم شرکت های خانوادگی محسوب می شود، بنابراین با توجه به این چالش واقعی پژوهشگر به دنبال مطالعه عمیق علت این چالش ها بوده است. برای سالیان متمادی در گذشته، اقتصاددانان فرض می کردند که تمامی گروه های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می کنند. اما در ۳۰ سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه ها و چگونگی مواجهه شرکت ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است (نمازی، کرمانی، ۱۳۸۷).

تغییرات ارزش سهام

قیمت سهام قیمتی است که خریداران و فروشندگان در معاملات بورس سهام بر آن توافق می کنند. برعکس قیمت کالاهایی که در یک مغازه وجود دارد و غالباً به سرعت تغییر نمی کند، قیمت سهام معمولاً در نوسان است و حتی طی یک روز نیز با تغییرات متعددی همراه است. تغییر قیمت سهام از قانون ساده عرضه و تقاضا تبعیت می کند. یعنی اگر سهامداران زیادی قصد خرید

(تقاضا) سهمی را بنمایند قیمت بازار آن سهم افزایش می‌یابد زیرا فروشندگان نیز از عرضه سهام به قیمت‌های کمتر خودداری خواهند کرد. همچنین اگر افراد متعددی اقدام به فروش (عرضه) سهامی بنمایند قیمت بازار کاهش می‌یابد. این رابطه بین عرضه و تقاضا مرتبط با نوع اخبار، گزارشات و اعلامیه‌هایی است که درباره شرکت مربوطه در بازار سهام انتشار می‌یابد. اخبار مربوط به شرکت‌ها می‌تواند به صورت کتبی یا شفاهی باشد. از این رو می‌توان تغییرات قیمت سهام را ناشی از انتشار اخبار منفی و مثبت دانست.

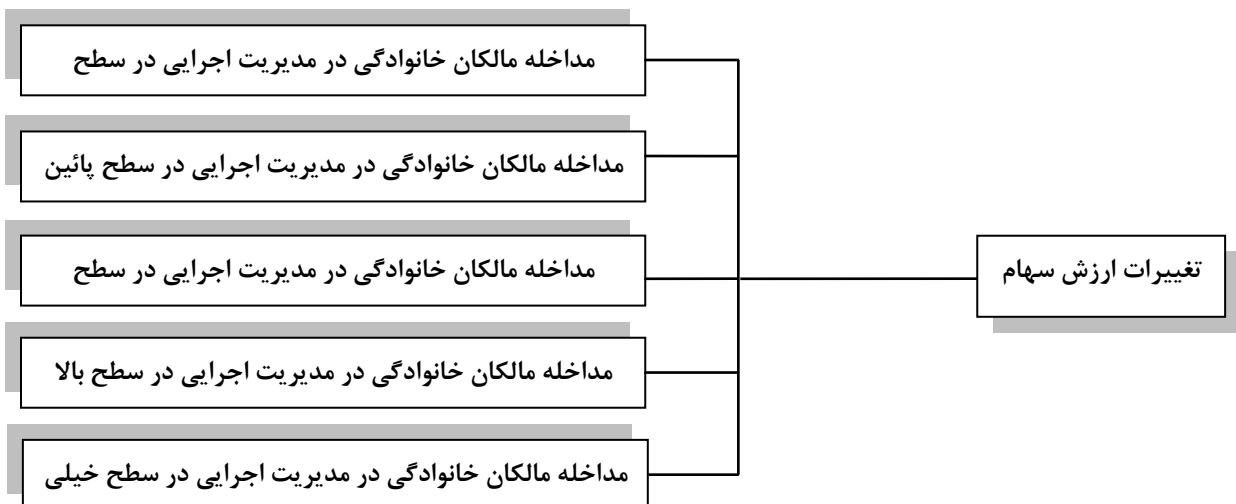
خانوادگی یا غیر خانوادگی بودن مالکیت شرکت

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 سهم 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 نوک، ۲۰۰۰) 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 در سال ۲۰۰۳ میزان تملک هیجده درصد از سهام عادی توسط خانواده را شرط تعریف شرکت‌های خانوادگی عنوان نموده‌اند. (ویلاونگا و آمیت، ۲۰۰۶) شرکت خانوادگی را این‌طور تعریف نموده‌اند: «شرکتی که موسس 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.

فرضیه‌های پژوهش

- ۱- مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر می‌گذارد.
- ۲- مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح پائین بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر می‌گذارد.
- ۳- مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح متوسط بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر می‌گذارد.
- ۴- مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح بالا بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر می‌گذارد.
- ۵- مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح خیلی بالا بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر می‌گذارد.

مدل پژوهش



شکل (۱) مدل مفهومی تحقیق، محقق ساخته (gilaninia. Et al , 2017)

تعاریف مفهومی و عملیاتی متغیرهای پژوهش

الف - متغیرهای مستقل

۱- مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین.

عبارت است از میزان مداخله مالک در مدیریت اجرایی بر تغییرات ارزش سهام در سطح خیلی پائین در یک مقیاس پنج فاصله ای از یک تا پنج مورد سنجش قرار می گیرد.

۲- مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح پائین.

عبارت است از میزان مداخله مالک در مدیریت اجرایی بر تغییرات ارزش سهام در سطح پائین در یک مقیاس پنج فاصله ای از یک تا پنج مورد سنجش قرار می گیرد.

۳- مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح متوسط.

عبارت است از میزان مداخله مالک در مدیریت اجرایی بر تغییرات ارزش سهام در سطح متوسط در یک مقیاس پنج فاصله ای از یک تا پنج مورد سنجش قرار می گیرد.

۴- مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح بالا.

عبارت است از میزان مداخله مالک در مدیریت اجرایی بر تغییرات ارزش سهام در سطح بالا در یک مقیاس پنج فاصله ای از یک تا پنج مورد سنجش قرار می گیرد.

۵- مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح خیلی بالا.

عبارت است از میزان مداخله مالک در مدیریت اجرایی بر تغییرات ارزش سهام در سطح خیلی بالا در یک مقیاس پنج فاصله ای از یک تا پنج مورد سنجش قرار می گیرد.

ج- متغیر وابسته:

در این پژوهش تغییرات ارزش سهام بعنوان متغیر وابسته می باشد. و آن عبارت است از نتایج حاصل از فعالیت های بخش های مختلف سیستم بازار بورس که بر مبنای آن ایجاد شده است و میتواند در مقیاس پنج فاصله ای از دست یابی به نتایج در حد بسیار پائین تا دستیابی به حد بسیار بالا مورد سنجش قرار می گیرد. همچنین متغیری است که محقق به دنبال تشریح و یا تبیین و یا پیش بینی تغییرپذیری در آن است.

روش پژوهش

روش پژوهش مجموعه ای از قواعد و استفاده از ابزارهای معتبر و نظام یافته است که باید به بررسی واقعیت پردازد و پس از کشف و حل مجهولات به صورت قابل اطمینان نتایجش در اختیار محققین و سایر افراد علاقه مند قرار گیرد؛ هدف از انتخاب روش تحقیق آن است که محقق مشخص نماید چه شیوه و روشی را اتخاذ نماید تا او را هرچه سریع تر، دقیق تر، آسان تر و ارزان تر در دستیابی به پاسخ های احتمالی کمک نماید. از آنجایی که در این پژوهش تأثیر سطوح مختلف مداخله مدیران شرکت های خانوادگی فعال عضو بازار بورس اوراق بهادار تهران، مورد مطالعه قرار می گیرد، روش پژوهش از حیث اجرا از نوع توصیفی - علی و از بعد هدف کاربردی است.

ابزار پژوهش

در این پژوهش برای ارزیابی تأثیر تأثیر سطوح مختلف مداخله مدیران شرکت های خانوادگی فعال عضو بازار بورس اوراق بهادار تهران بر تغییرات ارزش سهام آنان؛ از ابزار پرسشنامه استفاده شده است. این پرسشنامه برگرفته از تحقیق وانگ ایمین و

سومایابگوم (۲۰۱۲) و تعدیل یافته (Gilaninia, 2017) در قالب طیف لیکرت با امتیازات ۱ تا ۵ از خیلی کم تا خیلی زیاد تدوین گردیده است.

پیشینه داخلی و خارجی

- سجادی و همکاران (۱۳۸۸) به این نتیجه رسیدند که اندازه شرکت، عمر شرکت و نوع صنعت رابطه مثبت معنی دار و ساختار مالکیت رابطه منفی معنی دار با کیفیت گزارشگری مالی دارد ولی رابطه نوع حسابرس با کیفیت گزارشگری مالی از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد.

اختیار عمل مدیران در استفاده از اصول تحقق و تطابق، برآورد و پیش بینی از جمله عواملی است که کیفیت گزارشگری مالی را به طور اعم و کیفیت سود را به طور خاص تحت تأثیر قرار می دهد. از یک سو، به دلیل آگاهی بیشتر مدیران از امورات شرکت، انتظاری رود که به گونه ای اطلاعات تهیه و ارائه گردد که وضعیت شرکت را به بهترین نحو منعکس کند. از سوی دیگر، ممکن است بنا به دلایلی نظیر ابقا در شرکت، دریافت پاداش و سایر عوامل، مدیریت خواسته یا ناخواسته از طریق فرایند مدیریت سود، وضعیت مالی شرکت را به صورت مطلوب جلوه دهد. بنابراین کیفیت گزارشگری مالی شرکت ها، تحت تأثیر اقدامات و صلاحدید مدیریت جهت بهتر نشان دادن وضعیت مالی، دستخوش تغییرات گشته و موجب پایین آمدن کیفیت گزارشگری مالی میگردد (خواجهی و ناظمی، ۱۳۸۴)

- مدرس و حصار زاده در پژوهشی با استفاده از اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری بررسی نمودند. ایشان بیان نمودند بر اساس پژوهش های قبلی گزارشگری مالی با کیفیت می تواند پیامدهای اقتصادی مهمی از جمله افزایش کارایی سرمایه گذاری داشته باشد. نتایج این پژوهش نشان داد که، علاوه بر اینکه سطح کیفیت گزارشگری مالی با سطح کارایی سرمایه گذاری رابطه معنادار و مثبتی دارد، کیفیت بالاتر گزارشگری مالی موجب بهبود کارایی سرمایه گذاری می گردد. همچنین این پژوهش نشان داد که بین بیش (کم) سرمایه گذاری و کیفیت گزارشگری مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بنابراین نتایج این پژوهش حاکی از آن است که کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش بیش (کم) سرمایه گذاری، می تواند موجب ارتقای کارایی سرمایه گذاری گردد (و حصارزاده، ۱۳۸۷)

- خواجهی، بایزیدی و جبارزاده کنگرلویی در مقاله ای کیفیت گزارشگری شرکت های درمانده و غیر درمانده پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان میدهد که کیفیت گزارشگری مالی در شرکت های غیر درمانده مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مقایسه با شرکت های درمانده مالی پایین تر بوده ولی از پایداری کمتری برخوردار است. از یافته های به دست آمده می توان نتیجه گرفت که یا شرکت های غیر درمانده مالی فعال در بورس اوراق بهادار تهران مبادرت به دستکاری سود می کنند و یا شرایط نامساعد اقتصادی در کشورمان، پیش بینی جریان های نقد آتی را دچار مشکل کرده و باعث کاهش کیفیت گزارشگری مالی در شرکت های غیر درمانده مالی فعال در بورس طبق نتایج این پژوهش شده است (خواجهی و دیگران، ۱۳۹۱)

- مازی (۲۰۱۱) در تحقیقی به بررسی رابطه میان مالکیت، کنترل، مدیریت خانوادگی و عملکرد موسسه پرداخت و تاکید خود را بر روابط مالی قرار داد. در این پژوهش با هدف بازسازی چارچوب مفهومی موجود و مدون کردن سطح فعلی آگاهی، سعی در متمایز ساختن یافته های محققین از یافته های فاقد پشتوانه علمی لازم نمود. در این راستا ۲۳ پژوهش که در معتبرترین پایگاه های اطلاعاتی حوزه علوم اجتماعی به عنوان بررسی های سیستماتیک طبقه بندی شده بودند انتخاب گردیدند. عدم هماهنگی در پژوهش های قبل باعث شد که رابطه میان کسب و کار خانوادگی و عملکرد شرکت، پیچیده و به احتمال زیاد به خاطر عدم حضور برخی از عوامل در این پژوهش ها با ابهام و عدم قطعیت روبرو شود. از نظر وی حوزه های اصلی که نیاز به بررسی بیشتر دارند عبارتند از:

۱. مفهوم چند بعدی عملکرد و تغییر از نگرش خلق ثروت به خلق ارزش
۲. صحت و دورنمای رویکرد های نظری مطالعات صورت گرفته در رابطه با شرکتهای خانوادگی
۳. معضل تعریف کسب و کار خانوادگی و معنای آن
۴. علاقه در حال رشد نسبت به شرکتهای خانوادگی. این موارد بیانگر چالش های استراتژیک و فرصت های پژوهشی آتی از نظر وی بوده اند.

آزمون فرضیات تحقیق

- فرضیه اول تحقیق: مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر می گذارد.

در فرضیه بالا متغیرمداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین نقش متغیرمستقل و تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران نقش متغیروابسته را دارد، لازم به یادآوری است که فرضیات پژوهشی در این آزمون به شرح ذیل می باشد؛ فرض صفر: مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر ندارد. فرض مقابل: مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر دارد.

جدول (۱) ضریب همبستگی و شدت رابطه در فرضیه اول

ضریب همبستگی	ضریب تعیین تعدیل شده	p-value	دوربین واتسون	نتیجه
۰,۴۱۵	۰,۱۶۸	۰,۰۰	۱,۸۸	تاییدوجود رابطه

با توجه به نوع فرضیه که تاثیر مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران را می سنجد از روش ضریب همبستگی و رگرسیون استفاده می شود و با توجه به نرمال بودن داده ها از روش آزمون ضریب همبستگی پیرسون در این فرضیه استفاده می کنیم؛ میزان ضریب همبستگی بین این دو متغیر برابر ش ۰,۴۱۵ ده و با توجه به شاخص p-value و مقایسه آن با خطای ۱٪ نتیجه می گیریم که با ضریب اطمینان ۹۵ درصد این دو فاکتور با هم ارتباط معنادار دارند و طبق طیف تعیین شده دکتر Hair دارای همبستگی در سطح متوسط می باشند. ضریب تعیین بیانگر این مطلب است که تغییرات ارزش سهام بر حسب مداخله در سطح خیلی پایین مالکان به اندازه ۱۶,۸٪ تبیین می شود. مقدار آماره دوربین واتسون در این آزمون برابر ۱,۸۸ شده و در دامنه مطلوبیت ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و امکان استفاده از روش رگرسیون خطی وجود دارد. بعد از اطمینان از وجود رابطه به بررسی میزان اثرگذاری هاپرداخته شد؛

جدول (۲) ضرایب بتای استاندارد و غیر استاندارد در فرضیه اول

مقدار ثابت	ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد		تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران
	B	خطای معیار	β	t	
۳,۲	۰,۱۸۵	-	۱۷,۲۷	۰,۰۰	مقدار ثابت
۰,۲۸۴	۰,۰۴۸	۰,۴۱۵	۵,۹۱	۰,۰۰	تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران

در جدول ۲، با توجه به نتایج حاصل از اجرای روش رگرسیون ملاحظه می شود که آزمون فرض بی اثر بودن مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران انجام گرفته است. سطح معناداری حاصل از آزمون برای این مولفه برابر ۰,۰۰ و کوچکتر از خطای ۵٪ می باشد به عبارتی علاوه بر تایید معناداری مدل رگرسیونی این جدول نشان می دهد مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین بر متغیر ملاک تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر معنادار دارد، لذا با توجه به پارامترهای برآوردی، مدل پیش بینی به صورت زیر می باشد:

مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین(۲۸۴+۰,۲= تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران)

علامت مثبت ضریب استاندارد بتا در خصوص مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین نشان از رابطه مستقیم با متغیر ملاک (تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران) دارد، به عبارتی در صورت افزایش ۱ امتیاز مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پایین، تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران به میزان ۰,۲۸۴ واحد بیشتر می شود، با توجه به اینکه سطوح معناداری در آزمون این شاخص، برابر ۰,۰۰ شده و کوچکتر از خطای ۵٪ هست، می توان اینگونه اظهار داشت که این تاثیرگذاری، معنادار می باشد و فرضیه تایید می شود به عبارتی میزان مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تأثیر دارد.

برای سایر فرض ها به همین ترتیب آزمون انجام میشود.

مدل رگرسیون چندگانه برای پیش بینی تغییرات ارزش سهام بر حسب سطوح مختلف دخالت مالک در مدیریت اجرایی شرکت

جدول (۳) ضریب همبستگی و شدت رابطه در مدل رگرسیون چندگانه

ضریب همبستگی	ضریب تعیین تعدیل شده	p-value	دوربین واتسون	نتیجه
۰,۸۲۹	۰,۶۸۷	۰,۰۰	۱,۹۵	تایید وجود رابطه

میزان ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل (سطوح مختلف مداخله مالک در مدیریت اجرایی) و متغیر وابسته تغییرات ارزش سهام برابر ۰,۸۲۹ شده و با توجه به شاخص p-value و مقایسه آن با خطای ۱٪ نتیجه می گیریم که با ضریب اطمینان ۹۹ درصد مدل رگرسیونی معنادار بوده و طبق طیف تعیین شده دکتر Hair دارای همبستگی در سطح قوی می باشند. ضریب تعیین بیانگر این مطلب است که تغییرات ارزش سهام بر حسی سطوح مختلف مداخله مالک در مدیریت اجرایی به اندازه ۶۸,۷٪ تبیین می شود. مقدار آماره دوربین واتسون در این آزمون برابر ۱,۹۵ شده و در دامنه مطلوبیت ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و امکان استفاده از روش رگرسیون خطی وجود دارد. بعد از اطمینان از وجود رابطه به بررسی میزان اثرگذاری هاپرداخته شد؛

جدول (۴) ضرایب بتای استاندارد و غیر استاندارد در مدل رگرسیونی چندگانه

sig	t	ضرایب استاندارد		ضرایب غیر استاندارد	
		β	خطای معیار	B	خطای معیار
۰,۰۰۲	-۳,۱۲	-	۰,۳۵۱	-۱,۰۹	مقدار ثابت
۰,۰۰	۴,۶۶	۰,۲۲۱	۰,۰۳۲	۰,۱۵۱	مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پایین
۰,۰۴۹	۱,۹۸	۰,۰۹۴	۰,۰۶۴	۰,۱۲۶	مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح پایین
۰,۰۰	۴,۲۲	۰,۲۴۶	۰,۰۷۸	۰,۳۳۱	مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح متوسط
۰,۰۰	۱۰,۷۵	۰,۴۹۷	۰,۰۵۱	۰,۵۵۳	مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح بالا
۰,۰۰	۳,۹۵	۰,۲۳۹	۰,۰۶	۰,۲۳۶	مداخله مالکان خانوادگی در مدیریت اجرایی در سطح خیلی بالا

در جدول ۴، با توجه به نتایج حاصل از اجرای روش رگرسیون چندگانه ملاحظه می شود که آزمون فرض بی اثر بودن مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطوح مختلف بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران انجام گرفته است. سطح معناداری حاصل از آزمون برای تمام سطوح کوچکتر از خطای ۵٪ می باشد به عبارتی علاوه بر تایید معناداری مدل رگرسیونی این جدول نشان می

دهد مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح مختلف بر متغیر ملاک تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر معنادار دارد مدل رگرسیونی تأیید می شود، لذا با توجه به پارامترهای برآوردی، مدل پیش بینی به صورت زیر می باشد:

$$y = 1.09 - +0.151x_1 + 0.126x_2 + 0.331x_3 + 0.553x_4 + 0.236x_5 + \varepsilon$$

نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق

• نتیجه آزمون فرضیه اول مبنی بر اینکه؛ مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر می گذارد؛ نتیجه آزمون معنی داری ضرایب β در معادله رگرسیون اکتشافی نشان داد؛ که تغییرات ارزش سهام بر حسب مداخله در سطح خیلی پایین مالکان به اندازه ۱۶٫۸٪ تبیین می شود. سطح معناداری حاصل از آزمون برای این مولفه برابر ۰٫۰۰ و کوچکتر از خطای ۵٪ می باشد به عبارتی علاوه بر تایید معناداری مدل رگرسیونی این جدول نشان می دهد مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین بر متغیر ملاک تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر معنادار دارد، لذا با توجه به پارامترهای برآوردی، مدل پیش بینی به صورت زیر می باشد:

(مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین) $۳,۲+۰,۲۸۴ =$ تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران

علامت مثبت ضریب استاندارد بتا در خصوص مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین نشان از رابطه مستقیم با متغیر ملاک (تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران) دارد، به عبارتی در صورت افزایش ۱ امتیاز مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پایین، تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران به میزان ۰٫۲۸۴ واحد بیشتر می شود، با توجه به اینکه سطوح معناداری در آزمون این شاخص، برابر ۰٫۰۰ شده و کوچکتر از خطای ۵٪ هست، می توان اینگونه اظهار داشت که این تاثیرگذاری، معنادار می باشد و فرضیه تایید می شود به عبارتی میزان مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی پائین بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تأثیر دارد.

• نتیجه آزمون فرضیه دوم مبنی بر اینکه؛ مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح پائین بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر می گذارد؛ نتیجه آزمون معنی داری ضرایب β در معادله رگرسیون اکتشافی نشان داد؛ تغییرات ارزش سهام بر حسب مداخله مالکین در سطح پایین به اندازه ۲٫۵٪ تبیین می شود و سطح معناداری حاصل از آزمون برای این مولفه برابر ۰٫۰۰ و کوچکتر از خطای ۱٪ می باشد به عبارتی علاوه بر تایید معناداری مدل رگرسیونی این جدول نشان می دهد مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح پائین بر متغیر ملاک تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر معنادار دارد، لذا با توجه به پارامترهای برآوردی، مدل پیش بینی به صورت زیر می باشد:

(مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح پائین) $۳,۳۴+۰,۲۳۵ =$ تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران

علامت مثبت ضریب استاندارد بتا در خصوص مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح پائین نشان از رابطه مستقیم با متغیر ملاک (تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران) دارد، به عبارتی در صورت افزایش ۱ امتیاز مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح پایین، تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران به میزان ۰٫۲۳۵ واحد بیشتر می شود، با توجه به اینکه سطوح معناداری در آزمون این شاخص، برابر ۰٫۰۰ شده و کوچکتر از خطای ۵٪ هست، می توان اینگونه اظهار داشت که این تاثیرگذاری، معنادار می باشد و فرضیه تایید می شود به عبارتی میزان مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح پائین بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تأثیر دارد.

• نتیجه آزمون فرضیه سوم مبنی بر اینکه؛ مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح متوسط بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر می گذارد؛ نتیجه آزمون معنی داری ضرایب β در معادله رگرسیون اکتشافی نشان داد؛ تغییرات ارزش سهام بر حسب مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح متوسط به اندازه ۳۴٫۹٪ تبیین می شود و سطح معناداری حاصل از آزمون برای این مولفه برابر ۰٫۰۰ و کوچکتر از خطای ۵٪ می باشد به عبارتی علاوه بر تایید معناداری مدل رگرسیونی این جدول نشان می دهد

مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح متوسط بر متغیر ملاک تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر معنادار دارد، لذا با توجه به پارامترهای برآوردی، مدل پیش بینی به صورت زیر می باشد:

(مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح متوسط) $1,1+0,793$ = تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران

علامت مثبت ضریب استاندارد بتا در خصوص مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح متوسط نشان از رابطه مستقیم با متغیر ملاک (تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران) دارد، به عبارتی در صورت افزایش ۱ امتیاز مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح متوسط، تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران به میزان واحد بیشتر می شود، با توجه به اینکه سطوح معناداری در آزمون این شاخص، برابر شده و کوچکتر از خطای ۵٪ هست، می توان اینگونه اظهار داشت که این تاثیرگذاری، معنادار می باشد و فرضیه تایید می شود به عبارتی میزان مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح متوسط بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تأثیر دارد.

- نتیجه آزمون فرضیه چهارم مبنی بر اینکه؛ مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح بالا بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تأثیر می گذارد؛ نتیجه آزمون معنی داری ضرایب β در معادله رگرسیون اکتشافی نشان داد؛ تغییرات ارزش سهام بر حسب مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح بالا آنها به اندازه ۳۳,۶٪ تبیین می شود و سطح معناداری حاصل از آزمون برای این مولفه برابر ۰,۰۰ و کوچکتر از خطای ۵٪ می باشد به عبارتی علاوه بر تایید معناداری مدل رگرسیونی این جدول نشان می دهد مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح بالا بر متغیر ملاک تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تأثیر معنادار دارد، لذا با توجه به پارامترهای برآوردی، مدل پیش بینی به صورت زیر می باشد:

(مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح بالا) $1,81+0,64$ = تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران

علامت مثبت ضریب استاندارد بتا در خصوص مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح بالا نشان از رابطه مستقیم با متغیر ملاک (تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران) دارد، به عبارتی در صورت افزایش ۱ امتیاز مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح بالا، تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران به میزان ۰,۶۴ واحد بیشتر می شود، با توجه به اینکه سطوح معناداری در آزمون این شاخص، برابر ۰,۰۰ شده و کوچکتر از خطای ۵٪ هست، می توان اینگونه اظهار داشت که این تاثیرگذاری، معنادار می باشد و فرضیه تایید می شود به عبارتی میزان مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح بالا بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تأثیر دارد.

- نتیجه آزمون فرضیه پنجم مبنی بر اینکه؛ مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی بالا بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تأثیر می گذارد؛ نتیجه آزمون معنی داری ضرایب β در معادله رگرسیون اکتشافی نشان داد؛ تغییرات ارزش سهام بر حسب مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی بالا به اندازه ۳۶,۴٪ تبیین می شود و سطح معناداری حاصل از آزمون برای این مولفه برابر ۰,۰۰ و کوچکتر از خطای ۵٪ می باشد به عبارتی علاوه بر تایید معناداری مدل رگرسیونی این جدول نشان می دهد مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی بالا بر متغیر ملاک تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تأثیر معنادار دارد، لذا با توجه به پارامترهای برآوردی، مدل پیش بینی به صورت زیر می باشد:

(مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی بالا) $1,96+0,599$ = تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران

علامت مثبت ضریب استاندارد بتا در خصوص مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی بالا نشان از رابطه مستقیم با متغیر ملاک (تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران) دارد، به عبارتی در صورت افزایش ۱ امتیاز مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی بالا، تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران به میزان ۰,۵۹۹ واحد بیشتر می شود، با توجه به اینکه سطوح معناداری در آزمون این شاخص، برابر ۰,۰۰ شده و کوچکتر از خطای ۵٪ هست، می توان اینگونه اظهار داشت که این تاثیرگذاری، معنادار می باشد و فرضیه تایید می شود به عبارتی میزان مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح خیلی بالا بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تأثیر دارد.

• نتیجه آزمون معناداری ضرایب β در مدل رگرسیون چندگانه برای پیش بینی تغییرات ارزش سهام بر حسب سطوح مختلف دخالت مالک در مدیریت اجرایی شرکت. نتایج حاصل از اجرای روش رگرسیون چند گانه نشان داد که تغییرات ارزش سهام بر حسب سطوح مختلف مداخله مالک در مدیریت اجرایی به اندازه ۶۸,۷٪ تبیین می شود با توجه به نتایج حاصل از اجرای روش رگرسیون ملاحظه می شود که آزمون فرض بی اثر بودن مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطوح مختلف بر تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران انجام گرفته است. سطح معناداری حاصل از آزمون برای تمام سطوح کوچکتر از خطای ۵٪ می باشد به عبارتی علاوه بر تایید معناداری مدل رگرسیونی این جدول نشان می دهد مداخله مالک در مدیریت اجرایی در سطح مختلف بر متغیر ملاک تغییرات ارزش سهام بازار بورس تهران تاثیر معنادار دارد و مدل رگرسیونی تأیید می شود، لذا با توجه به پارامترهای برآوردی، مدل پیش بینی به صورت زیر می باشد:

$$y = 1.09 - +0.151x_1 + 0.126x_2 + 0.331x_3 + 0.553x_4 + 0.236x_5 + \varepsilon$$

پیشنهاداتی برای پژوهش های آینده

بر محقق لازم است تا ضمن استفاده از پژوهش های پیشین که به عنوان چراغی در پیش روی خود که هدایت کننده شیوه انجام پژوهش برای وی می باشد، با ارائه پیشنهادات و هدایت محققان آتی، انجام پژوهش های لازم در زمینه های مرتبط را یادآور باشد. در همین زمینه، پیشنهادات زیر، جهت انجام مطالعات مشابه و به صورت مفصل تر به دانشجویان و محققان آتی ارائه می گردد:

- ۱- مطالعه موردی این موضوع به صورت مقایسه موضوع بر حسب نوع فعالیت (صنعتی، خدماتی و...) شرکت های خانوادگی فعال در بازار بورس تهران..
- ۲- توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و این که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه است، تسری نتایج به سایر شرکت ها و به ویژه به شرکت های خانوادگی خارج از بورس بایستی با احتیاط انجام گیرد.
- ۳- انجام تحقیق حاضر با استفاده از دیگر ابزارهای جمع آوری اطلاعات از قبیل ترازنامه های مالی شرکت ها و شاخص های سودآوری.

منابع

- ۱- امیدوار، علیرضا، رستگار، حسین، عقدايي، مونا، ۱۳۸۹، حاکمیت شرکتی در شرکت های خانوادگی پاکستان، مرکز ترویج حاکمیت شرکتی، آبان ۱۳۸۹
- ۲- احمد پور، منتظری، ۱۳۹۰. نوع مدیریت سود و تاثیر اندازه شرکت، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر آن. فصلنامه پیشرفت های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)
- ۳- باقرزاده سعید. عوامل مؤثر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات. ۶۴- ۱۹:۲۵؛ مالی، ۱۳۸۴
- ۴- بهرامفر نقی، شمس عالم سید حسام. بررسی تأثیر متغیرهای حسابداری بر بازده. ۵۰ - ۳۷،۲۳؛ غیرعادی آتی. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۳۸۳
- ۵- پورحیدری امید، بیات علی. بررسی سودمندی متغیرهای بنیادی و متغیرهای مبتنی بر. بازار در تعیین بازده سهام. تحقیقات حسابداری ۱۳۸۹؛ سال دوم: ۵
- ۶- ثقفی علی، تالانه عبدالرضا. نقش سود، ارزش دفتری و اختیار واگذاری در ارزش یابی. ۱۳۷۰ - حق مالکانه در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس تهران ۱۳۸۳. بررسی های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۵؛ سال سیزدهم: ۴۴
- ۷- حنیفه زاده، ۱۳۸۹. ساختار مالکیت و کارایی شرکت های بیمه در ایران، نشریه: پژوهشنامه بیمه (صنعت بیمه)
- ۸- ستایش م ر، تقی زاده شایده ت، پورموسی ع ا، ابوذری لطف ع. ۱۳۸۷. امکان سنجی به کارگیری شاخص های تحلیل تکنیکی (فنی) در پیش بینی روند قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بصیرت، ۴۲: ۱۷۷ - ۱۵۵

- ۹- سعیدی ع، رامشه م. ۱۳۸۸. عوامل تعیین کننده ریسک سیستماتیک سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، ۷: ۱۴۲-۱۲۵.
- ۱۰- شباهنگ ر. ۱۳۸۵. حسابداری مدیریت. چاپ دوازدهم. تهران: انتشارات سازمان حسابرسی، مرکز. تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، ۴۴۲.
- ۱۱- شریفی ح، شریفی ن. ۱۳۸۰. روش های تحقیق در علوم رفتاری. چاپ اول. تهران: انتشارات تهران، ۴۳۵.
- ۱۲- شفیق زاده ع. ۱۳۷۵. تحقیقی پیرامون ارتباط بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در بورس اوراق بهادار. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- ۱۳- عباسی نژاد ح، محمدی ش. ۱۳۸۴. تحلیل سیکل های تجاری ایران با استفاده از نظریه موجک ها. مجله تحقیقات اقتصادی، ۴: ۲۰-۱.
- ۱۴- عبده تبریزی ه، رادپور م. ۱۳۸۸. اندازه گیری و مدیریت ریسک بازار: رویکرد ارزش در معرض. ریسک. تهران: انتشارات آگاه، ۴۲۶.
- ۱۵- علینقی رفیعی ا. ۱۳۸۷. انتخاب سهام برتر به روش تحلیل بنیادی. تهران: انتشارات مؤسسه علمی. فرهنگی نص، ۲۲۴.
- ۱۶- قالیباف ح. ۱۳۷۳. تأثیر ساختار سرمایه و ریسک سیستماتیک (β) سهم عادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز.
- ۱۷- محمدی، محمد، ۱۳۸۸، بررسی کیفیت سود شرکت های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز.
- ۱۸- مرادزاده، مهدی، ناظمی اردکانی، مهدی، غلامی، رضا، فرزانی، حجت اله، ۱۳۸۸، بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۶، ص ۹۸-۸۵.
- ۱۹- مهرآذین، علیرضا، ۱۳۸۶، ارزیابی مدل های کشف مدیریت سود، پایان نامه دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.
- ۲۰- قائمی م ح، نعمت الهی م. ۱۳۸۵. بررسی رفتار هزینه توزیع و فروش و عمومی و اداری و بهای تمام شده کلای فروش رفته در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۶: ۹۰-۷۱.
- ۲۱- نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷. تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران.
22. Alfred. H and B. Y. Burcin. (2006). "Ownership Structure and Executive Compensation in Germany", available at www.ssrn.com.
23. Anand S. Desai., Fatemi, Ali and Katz, Jeffrey P. (2003). "Wealth Creation and Managerial Pay: MVA and EVA as Determinates of Executive Compensation", *Global Finance Journal*, pp. 159-179.
24. Anderson. M. C, Banker. R. and S. Ravindran. (1999). "Interrelations Between Components of Executives Compensation and Market and Accounting Based Performance Measures", Working Paper
25. AIM-98-2, The University of Texas dallas.
26. Arora. A.(1996). "Executive Compensation Contracts and Earnings Response Coefficients", Kent State University.
27. Abdolmohammadi, M. kvall, E. 2010. Earnings Management Priorities of Private Family Firms. American Accounting Association Annual Meeting, 31 July 2010, San Francisco, CA.

28. Anderson, R.C. Reeb, D. 2003. Founding family ownership and firm performance: Evidence from S&P500. *Journal of Finance*, 58:1301-1328
29. Baiman. S. B. and Demski. J. (1980). "Economically Optimal Performance Evaluation and Control Systems", *Journal of Accounting Research*, pp.184-220.
30. Baltagi. B. (2005). "Econometric Analysis of Panel Data", Third Edition John Wiley & Sons Ld.
31. Duru, Augustine Ifeanyi. (1998). "Residual Income in Corporate Firm Performance & Executive Incentive Contracts", University of Maryland College park.
32. Dax Plus Family Index's. 2010. Deutche Bourse Issuer Data & Analytics,13 January 2010,p 8.
33. Dechow, P. Dichev, D. 2002. The Quality of Accruals and Earnings; the Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77: 35-59.
34. Dechow, P. Sloan, R. , Sweeney ,A. 1996. Cause and consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13: 1-36.
35. 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.
36. Elayan A. F, Lau. J. S. C and Meyer T. O. (2001). "Executive Incentive Compensation Schemes and Their Impacton Corporate Performance: Evidence from New Zealand Since Legal Disclosure Requirements became Effective", available at www.ssrn.com.
37. Ely. K. (1991). "Interindustry Differences In the Relation between Compensation and Firm Pemformance", *Journal of accounting Research*, No. 29, pp. 37-58.
38. Fama, Eugene F. (1980). "Agency Problems and Theory of Firm", *Journal of Political Economy*, pp. 228-307.
39. Hartzell. Jay C. (2002). "Institutional Investors and Executive Compensation", Working Paper, University of Texas.