

## Market Reaction to Restatement and Distortion of Financial Information in Family-owned Companies<sup>1</sup>

Hossein Nourani<sup>2</sup>

Received: 2023/03/15

Accepted: 2023/07/30

Research Paper

### Abstract

The main purpose of this research is to investigate the market's reaction to the re-presentation and distortion of financial information in family-owned companies. To achieve the goal of the research, the statistical population includes all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange and the statistical sample includes 110 companies from 2007 to 2021. To test the research hypotheses, multivariate regression statistical analysis has been used. Using a matched firm's approach, the research results showed that family ownership reduces the occurrence of financial information distortion, consistent with the notion that controlling families are more concerned about reputation than non-family block holders. Nevertheless, the results showed that compared to the renewals in non-family companies, the renewals announced by family-controlled companies create more negative reactions in the market. The more negative market reactions can be attributed to a greater loss of reputation and greater investor skepticism about the credibility of family firm insiders than nonfamily firms after the restatement.

**Keyword:** Accounting Restatement, Distortion of Financial Information,  
Family Ownership, Market Reaction.

**JEL Classification:** A22, M4.

---

1. DOI: 10.22051/JERA.2023.43206.3114

2. Assistant Professor of Accounting, Hormozgan University, Bandar Abbas, Iran.  
(h.noorani@hormozgan.ac.ir).

## عکس‌العمل بازار به تجدید ارائه و تحریف اطلاعات مالی در شرکت‌های با مالکیت خانوادگی<sup>۱</sup>

حسین نورانی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۲۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۵/۰۸

مقاله پژوهشی

### چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی عکس‌العمل بازار به تجدید ارائه و تحریف اطلاعات مالی در شرکت‌های با مالکیت خانوادگی است. در راستای دستیابی به هدف پژوهش، جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری شامل ۱۱۰ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۴۰۰ است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل آماری رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. با استفاده از یک رویکرد شرکت‌های همسان نتایج پژوهش نشان داد مالکیت خانوادگی باعث کاهش وقوع تحریف اطلاعات مالی می‌شود، مطابق با این تصور که خانواده‌های کنترل‌کننده نسبت به سهامداران غیرخانوادگی نگرانی بیشتری برای شهرت دارند. با این وجود، نتایج نشان داد در مقایسه با تجدید ارائه در شرکت‌های غیرخانوادگی، تجدید ارائه‌های اعلام شده توسط شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی، واکنش‌های منفی تری در بازار ایجاد می‌کند. واکنش‌های منفی تر بازار را می‌توان به از دست دادن بیشتر شهرت و شک و تردید بیشتر سرمایه‌گذاران نسبت به اعتبار افراد داخلی شرکت‌های خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی پس از بیان مجدد نسبت داد.

واژه‌های کلیدی: تجدید ارائه حسابداری، تحریف اطلاعات مالی، مالکیت خانوادگی، عکس‌العمل بازار.

طبقه بندی موضوعی: A22 , M4

## مقدمه

اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا نقش کلیدی در طراحی سازوکارهای کاهش مشکلات نمایندگی مختلف میان سهامداران بلوکی، مدیران و سرمایه‌گذاران بیرونی ایفا می‌کند (باشمن و اسمیت<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱؛ هیلی و پالپو<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱؛ آرمسترانگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰). به دلیل گسترش شرکت‌های خانوادگی در سراسر جهان، تعداد فزاینده‌ای از مطالعات به بررسی ارتباط بین مالکیت خانوادگی و نقش کنترلی آن‌ها با کیفیت اطلاعات حسابداری پرداخته‌اند (به‌عنوان مثال، وانگ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶؛ چن و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸؛ کاسینو و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۰؛ چن و همکاران، ۲۰۱۴). افزون بر این، اطلاعات کمی در مورد این که آیا و چگونه کنترل خانوادگی بر عکس‌العمل سرمایه‌گذاران به تغییر در کیفیت اطلاعات حسابداری تأثیر می‌گذارد، وجود دارد (ما و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۶). از سوی دیگر، در ایران میزان تجدید ارائه صورت‌های مالی به شدت بالا است (نیکبخت و رفیعی، ۱۳۹۱). نه تنها تعداد بسیاری از تجدید ارائه‌های صورت‌های مالی به‌عنوان یکی از نگرانی‌های تدوین‌کنندگان مقررات و سایر مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه است، بلکه یکی از انواع کیفیت پایین اطلاعات حسابداری است (کائو و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۲) و نیازی به استفاده محققان از مدلی برای شناسایی شرکت‌های با کیفیت پایین در این خصوص وجود ندارد (دیچاو و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۰). رابطه بین کنترل خانوادگی و احتمال تجدید ارائه صورت‌های مالی به‌خوبی از نظریه‌های اقتصادی و ادبیات موجود قابل پیش‌بینی است (ما و همکاران، ۲۰۱۶). مالکان کنترل‌کننده خانوادگی نسبت به سهامداران بلوکی غیرخانوادگی نگرانی بیشتری برای شهرت دارند (گیلسون<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۷؛ چن و همکاران، ۲۰۰۸). از این‌رو، این مالکان خانوادگی از ارائه نادرست صورت‌های مالی نه تنها به دلیل ارائه مجدد، بلکه به دلیل مجازات شهرت (مانند از دست دادن وضعیت اجتماعی و ارتباطات سیاسی) جلوگیری می‌کنند (کارپوف و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۸؛ مورفی و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۹). علاوه بر این،

1. Bushman & Smith
2. Healy & Palepu
3. Armstrong et al
4. Wang
5. Chen et al
6. Casino et al
7. Ma et al
8. Cao et al
9. Dechow et al
10. Gilson
11. Karpoff et al
12. Morphy et al

تجدید ارائه اغلب با طیف گسترده‌ای از عواقب منفی در ارتباط است (پالمروس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴؛ هرریبار و جنکینز<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴؛ گراهام و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸؛ فیرث و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱). در نهایت، زیان‌های اقتصادی ناشی از تجدید ارائه اجباری که مالکان خانوادگی متحمل می‌شوند، باعث می‌شود که انگیزه آن‌ها برای گزارشگری نادرست کاهش پیدا کند (ما و همکاران، ۲۰۱۶). به‌طور خلاصه، مالکان خانوادگی نگرانی بیشتری برای حفظ شهرت دارند و عموماً مالکیت سهام آن‌ها بالاتر بوده و همچنین اغلب موقعیت بهتری برای نظارت بر مدیران دارند؛ این موضوع نشان می‌دهد که آن‌ها انگیزه و ظرفیت بیشتری برای ارائه با کیفیت‌تر اطلاعات حسابداری داشته و این موضوع منجر به ایجاد یک رابطه منفی بین کنترل خانوادگی و احتمال ارائه نادرست صورت‌های مالی می‌شود. باین وجود، در ایران میزان تجدید ارائه صورت‌های مالی به شدت بالا بوده و ساختار مالکیت خانوادگی در سال‌های اخیر رشد چشمگیری داشته است؛ اما در ایران شناختی در خصوص نقش کنترل خانوادگی در مورد ارائه نادرست صورت‌های مالی و عکس‌العمل بازار به تجدید ارائه صورت‌های مالی در شرکت‌های خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی وجود ندارد. همچنین اگرچه پژوهش‌های متعددی در خصوص تأثیر ساختار مالکیت و نیز تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت انجام شده است (مانند رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۲؛ هشی و علیخانی، حمید، ۱۳۹۴؛ شیروانی، سروش‌یار و علیخانی، ۱۳۹۸)؛ اما در این پژوهش‌ها عکس‌العمل بازار به تجدید ارائه و تحریف اطلاعات مالی در شرکت‌های مالکان خانوادگی مورد بررسی قرار نگرفته است. بر این اساس پژوهش حاضر بر آن است؛ بنابراین مسأله‌ای که پژوهش حاضر به دنبال یافتن پاسخی برای آن است این موضوع هست که آیا کنترل خانوادگی بر میزان ارائه نادرست صورت‌های مالی تأثیری دارد یا خیر؟ آیا عکس‌العمل بازار به تجدید ارائه صورت‌های مالی در شرکت‌های خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی متفاوت است یا خیر؟

### مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

ادبیات اغلب به نگرانی مالکیت خانوادگی برای شهرت به‌عنوان ویژگی بارز شرکت‌های خانوادگی اشاره می‌کند و اعتقاد بر این است که ویژگی بارز شرکت‌های خانوادگی، اهداف

1. Palmorse et al
2. Hribar & Jenkins
3. Graham et al
4. Firth et al

غیرمالی آن‌ها نظیر هویت، وجهه، تداوم فعالیت و حفظ وجهه مطلوب در محیط جامعه است (برون و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰؛ میسون و سیمونز<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴). گیلسون<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) بیان می‌کند به دلیل وراثت درون خانواده و پیوندهای خانوادگی، نسل فعلی تصمیم‌گیرندگان، حداقل در کسب و کارهای خانوادگی، سودمندی نسل بعدی را معادل خود می‌داند؛ لذا تمایل صاحبان خانواده برای انتقال کسب و کارهای خانوادگی موفق به نسل‌های آینده می‌تواند انگیزه‌ای قدرتمند برای اتخاذ رویکرد سرمایه‌گذاری بلندمدت باشد و طبیعتاً انگیزه‌های بیشتری برای سرمایه‌گذاری بیشتر برای ایجاد و حفاظت از شهرت به آن‌ها بدهد (گیلسون، ۲۰۰۷). به علاوه، بورکارت و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۳) بیان می‌کنند نام خانوادگی مرتبط با یک کسب و کار خانوادگی موفق ممکن است مزایای غیرمالی یا اعتباری مانند موقعیت اجتماعی بالا و ارتباطات سیاسی به همراه داشته باشد؛ بنابراین خانواده‌های کنترل‌کننده انگیزه‌های قوی‌تری نسبت به دارندگان بلوک غیرخانوادگی دارند تا صورت‌های مالی خود را تحریف نکنند؛ زیرا تحریف‌ها می‌توانند به اعتبار یک شرکت آسیب بزنند یا حتی به آن آسیبی بزنند که بازیابی آن برای شرکت‌های خانوادگی دشوارتر از شرکت‌های غیرخانوادگی است.

ما و همکاران (۲۰۱۶) استدلال می‌کنند که کسب و کارهای خانوادگی در چین احتمالاً نسبت به هم‌تایان خود در بازارهای توسعه‌یافته‌تر نگرانی بیشتری برای شهرت دارند؛ زیرا در چین مؤسسات رسمی نسبتاً ضعیف و به‌ویژه فقدان یک سیستم قضایی مؤثر در حمایت از سرمایه‌گذاران وجود دارد، به این معنی که سرمایه‌گذاران خارجی کانال‌های کمی دارند که از طریق آن‌ها علیه سهامداران کنترل‌کننده در صورت به خطر افتادن حقوقشان اقدام کنند (مک نیل<sup>۵</sup>، ۲۰۰۲؛ آلن و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۵). در نتیجه، قراردادها و تأمین مالی در چین اغلب بر مکانیسم‌های حاکمیت غیررسمی جایگزین، متکی است. شهرت احتمالاً مهم‌ترین نقش را در اقدامات اجرایی غیررسمی، همراه با رابطه ایفا می‌کند (آلن و همکاران، ۲۰۰۵؛ گیلسون، ۲۰۰۷؛ فن و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۲). این موضوع در تضاد کامل با انعقاد قرارداد در بازارهای توسعه‌یافته‌تر است که عمدتاً بر اساس حاکمیت قانون است.

1. Berrone et al
2. Mison & Symons
3. Gilson
4. Burkat
5. Mc nill
6. Allen et al
7. Fan et al

کنترل رویکرد بلندمدت گرا خانوادگی همچنین به این معنی است که مالکان علاقه کمتری به تغییرات روزانه قیمت سهام دارند، بنابراین به شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی انگیزه کمتری برای مدیریت سود و دستکاری قیمت سهام در کوتاه‌مدت می‌دهد. علاوه بر این، یکسان‌سازی (مکرر) مواضع کنترل‌کننده سهامدار و مدیریت، یا قدرت مسلط آن‌ها بر مدیران غیرخانوادگی نشان می‌دهد که کنترل خانوادگی «نظارت‌گر در محل» مؤثر است (اندرسون و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹) و هم انگیزه و هم موقعیت خوبی برای نظم بخشیدن به عوامل مدیریتی دارند. علاوه بر این، اعضای خانواده اغلب به اندازه مدیران در مورد شرکت خود آگاه هستند و آن‌ها را قادر می‌سازد تا بررسی‌های مؤثری را بر روی مدیران حرفه‌ای انجام دهند. مطابق با این دیدگاه، چن (۲۰۰۵) دریافت که نه تنها مالکان خانوادگی می‌توانند به سرعت دستکاری مدیران در اطلاعات حسابداری را تشخیص دهند؛ بلکه می‌توانند بر معیارهای عملکرد مبتنی بر حسابداری در طراحی پاداش مدیریت کمتر تکیه کنند که این به نوبه خود رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را در مدیریت سود کاهش می‌دهد (جنسن و مک‌لینگ<sup>۲</sup>، ۱۹۷۶؛ کوفی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵).

در مقایسه با مالکیت خانوادگی، سهامداران غیرخانوادگی معمولاً افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت‌تری دارند و کمتر نگران شهرت هستند. در نتیجه، شرکت‌های غیرخانوادگی به احتمال زیاد سهامداران اقلیت را سلب مالکیت می‌کنند و اطلاعات شفاف کمتری برای پنهان کردن سلب مالکیت خود ارائه می‌کنند (ما و همکاران، ۲۰۱۵). در مجموع، کنترل نگرانی بیشتر مالکیت خانوادگی برای شهرت و ماهیت بلندمدت سهام آن‌ها، مالکان خانوادگی را به ارائه اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا برمی‌انگیزد؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش به صورت زیر تدوین شده است.

فرضیه اول: در مقایسه با شرکت‌های تحت کنترل غیرخانوادگی، شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی احتمال کمتری دارد که صورت‌های مالی خود را تحریف کنند.

شرکت‌های خانوادگی نیز با مالکیت متمرکز توصیف می‌شوند که ممکن است به مشکلات نمایندگی شدیدتر بین سهامداران بزرگ و سهامداران اقلیت دلالت کند. سهامداران اقلیت که نگران خطر بالقوه سلب مالکیت توسط خانواده‌های کنترل‌کننده هستند، اطلاعات حسابداری با

1. Anderson et al  
2. Jensen & Meckling  
3. Coofi

کیفیت بالا را مطالبه خواهند کرد. این موضوع نشان می‌دهد در مقایسه با سهامداران اقلیت در شرکت‌های تحت کنترل غیرخانوادگی، سهامداران شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی نسبت به کیفیت و در نتیجه کاهش کیفیت اطلاعات حسابداری حساس‌تر هستند. علاوه بر این، یک سیستم حاکمیت شرکتی داخلی قوی برای کمک به کاهش تضاد نمایندگی مهم است، به‌ویژه زمانی که حاکمیت خارجی (به‌عنوان مثال، مقررات قانونی و نهادهای رسمی) ضعیف است (ما و همکاران، ۲۰۱۶).

تجدید ارائه صورت‌های مالی اطلاعات جدیدی را ارائه می‌دهد و به سرمایه‌گذاران خارجی این آگاهی را می‌دهد تا دریابند که یا سیاست حاکمیت داخلی شرکت برای جلوگیری از کنترل رفتار فرصت‌طلبانه سهامداران به خوبی طراحی نشده است، یا چنین سیستم حاکمیتی به طور مؤثر اجرا نمی‌شود (کینی و مک دانیل<sup>۱</sup>، ۱۹۸۹). علاوه بر این، تجدید ارائه صورت‌های مالی عدم تقارن اطلاعاتی بین افرادی که به اطلاعات محرمانه (داخلی) دسترسی دارند و سهامداران اقلیت را تشدید می‌کند و ارزیابی کارایی حاکمیت داخلی شرکت را برای سهامداران اقلیت دشوارتر می‌کند. از آنجایی که عموماً سهامداران اقلیت در مورد کنترل رفتار فرصت‌طلبانه سهامداران در شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی بیشترین نگران هستند؛ بنابراین بر مبنای تحلیل فوق می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاران واکنش منفی بیشتری نسبت به تجدید ارائه صورت‌های مالی توسط شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی دارند. در همین راستا، گروهی از پژوهش‌ها نشان می‌دهد رسانه‌ها (مطبوعات) می‌توانند نقش مهمی در شناسایی و نظارت بر تقلب‌های شرکت ایفا کنند. در انتخاب شرکت یا تقلب برای پوشش دادن، گزارشگران/ناشران با تمرکز بر شرکت‌هایی که قابلیت دیده شدن بالایی دارند یا آن‌هایی که تقاضای زیادی برای اطلاعاتشان وجود دارد، مزایای مقالات و گزارش‌ها را به حداکثر می‌رسانند (دایک و زینگالس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴). ادبیات نظری بیان می‌دهد که رسانه‌ها به احتمال زیاد اهداف یا رویدادهایی را که شامل شرکت‌ها/افرادی که سرشناس یا دارای شهرت بالایی هستند، عمومی می‌کنند. این موضوع نشان می‌دهد در مقایسه با تجدید ارائه‌های شرکت‌های غیرخانوادگی، تجدید ارائه‌های مجدد توسط شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی و به‌ویژه آن‌هایی که شامل کارآفرینان برجسته می‌شوند، برای خوانندگان جذاب‌تر هستند و احتمالاً

1. Kinney & McDaniel

2. Dyck & Zingales

توسط رسانه‌ها مورد توجه قرار می‌گیرند. علی‌رغم استنباط نظری آیا واقعاً در عمل چنین سوگیری در پوشش رسانه‌ای بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟ در این زمینه، دایک و زینگالس (۲۰۰۴) بر اساس یک مطالعه تجربی دریافتند که قیمت سهام بیشترین واکنش را نسبت به اعلان‌های سود مورد تأکید رسانه‌ها دارد که به این معنی است که سرمایه‌گذاران نسبت به تجدید ارائه‌های شرکت‌های خانوادگی واکنش شدیدتری نشان می‌دهند تا تجدید ارائه‌های شرکت‌های غیرخانوادگی؛ زیرا اولی احتمالاً پوشش رسانه‌ای شدیدتری را به خود جذب می‌کند.

در نهایت، شرکت‌هایی که درگیر تخلفات حسابداری و سایر تقلب‌ها هستند، معمولاً برای بهبود حاکمیت شرکتی و بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران اقداماتی می‌کنند. جایگزینی مدیرعامل و/یا سایر اعضای مدیریت ارشد شرکت یکی از معمولی‌ترین اقدامات است (هنس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸؛ کارپوف و همکاران، ۲۰۰۸). این یک رویه معمول است که مؤسس یا سایر اعضای خانواده کنترل‌کننده پست‌های مدیریتی کلیدی در شرکت‌های خانوادگی را بر عهده بگیرند. ادبیات شرکت‌های خانوادگی شواهد نظری (مانند شولز و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳) و شواهد تجربی (مانند لئون و لئو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰) ارائه کرده است که نشان می‌دهد یک مدیر ارشد از خانواده کنترل‌کننده به طور قابل توجهی کمتر از یک مدیر خارجی ممکن است مجازات شود یا حتی اخراج می‌شود، به‌ویژه زمانی که چنین اقدامی بر روابط خانوادگی خارج از کسب‌وکار تأثیر منفی بگذارد؛ بنابراین ادبیات مالکیت خانوادگی نشان می‌دهد که در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی، شرکت‌های خانوادگی اغلب از یک ابزار مهم و مؤثر برای نشان دادن قصد و تعهد سرمایه‌گذاران برای بهبود حاکمیت شرکتی و بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران محروم هستند. در مجموع و بر مبنای آنچه مطرح شد، از یک طرف، سرمایه‌گذاران اقلیت انتظار بیشتری دارند که خانواده‌های کنترل‌کننده نگران شهرت خود باشند؛ درحالی‌که از سوی دیگر نگرانی بیشتری در مورد کنترل رفتار فرصت‌طلبانه خانواده‌ها دارند؛ لذا آن‌ها انتظار بالاتری در مورد عرضه و تقاضای بیشتر برای اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا از شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی دارند. هنگامی که یک شرکت تحت کنترل خانوادگی صورت‌های مالی حسابداری خود را

1. Hens et al  
2. Schol et al  
3. Leon & leo



مجدداً تجدید می‌کند، انتظارات اولیه سرمایه‌گذاران اقلیت در مورد شهرت نقض می‌شود و نگرانی آن‌ها در مورد کنترل رفتار فرصت‌طلبانه خانواده‌ها غالب می‌شود. به بیانی دیگر، تجدید ارائه توسط یک شرکت خانوادگی، نگرش سرمایه‌گذاران را نسبت به آن‌ها تغییر می‌دهد. چنین تصویری، همراه با سوگیری نامطلوب در پوشش رسانه‌ای، احتمالاً سرمایه‌گذاران اقلیت را به واکنش منفی‌تر به تجدید ارائه شرکت‌های خانوادگی سوق می‌دهد؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر تدوین شده است.

فرضیه دوم: تجدید ارائه‌های حسابداری منتشره شده توسط شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی منجر به عکس‌العمل‌های شدیدتر و منفی بازار نسبت به تجدید ارائه‌های منتشره شده توسط شرکت‌های غیرخانوادگی می‌شود.

تجزیه و تحلیل فوق نشان می‌دهد که پس از اعلام تجدید ارائه، سرمایه‌گذاران انتظارات و تصورات خود را در مورد تعهدات و رفتار خانواده‌های کنترل‌کننده ارزیابی می‌کنند. به طور خاص، ارائه مجدداً احتمالاً اعتبار اطلاعات حسابداری در شرکت تجدید ارائه‌کننده را کاهش می‌دهد و بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران خارجی به خانواده‌ها/مدیران کنترل‌کننده و همچنین نگرانی‌های آن‌ها در مورد کنترل رفتار فرصت‌طلبانه و سلب مالکیت خانواده‌ها را افزایش می‌دهد. طبیعتاً افزایش نگرانی سرمایه‌گذاران در محیطی که ریسک سلب مالکیت بالاتر است، بیشتر و قابل توجه‌تر خواهد بود. به عنوان مثال، زمانی که گروه کنترل مالکیت سهامداران کنترل‌کننده بالاتر است و زمانی که اطلاعات شرکت غیرشفاف و مبهم‌تر است (کلاسنس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲؛ لئوز و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳؛ اندرسون و همکاران، ۲۰۰۹). در نتیجه، واکنش‌های منفی‌تر بازار نسبت به تجدید ارائه‌های شرکت‌های خانوادگی، حتی معنادار خواهد بود؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش به صورت زیر تدوین شده است.

فرضیه سوم: تأثیر کنترل خانوادگی بر عکس‌العمل‌های بازار به تجدید ارائه صورت‌های مالی زمانی که ریسک سلب مالکیت توسط خانواده کنترل‌کننده بیشتر باشد، برجسته‌تر است. شواهد تجربی در مورد رابطه بین کنترل خانوادگی و وقوع تحریف حسابداری و عکس‌العمل بازار به تجدید ارائه در شرکت‌های با مالکیت خانوادگی بسیار محدود است؛ بنابراین در این

1. Clasens et al

2. Leo et al

بخش به طور مختصر ادبیاتی که ویژگی‌های منحصر به فرد مالکیت خانوادگی و برخی شواهد تجربی در مورد رابطه بین شرکت‌های با مالکیت خانوادگی و کیفیت اطلاعات حسابداری را توضیح می‌دهند، تشریح گردیده است. مطابق با دیدگاه فوق، ریچاردسون و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) سودمندی اطلاعات حسابداری تجدید ارائه شده را در پیش‌بینی مدیریت سود مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که سطح بالای بدهی‌های معوق یکی از عوامل ایجاد انگیزه برای ارائه مجدد سود است. به همین دلیل، واکنش بازار سهام در تاریخ اعلان تجدید ارائه سود با بزرگی و حجم بدهی‌ها ارتباط دارد. به عبارتی دیگر، شرکت‌هایی که بدهی زیادی دارند، در تاریخ اعلان تجدید ارائه، کاهش بیشتری را در قیمت سهام تجربه می‌کنند. تونگ<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) به این نتیجه رسید روش‌های گزارشگری مالی شرکت‌های خانوادگی کیفیت بهتری نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی دارند. ویلسون<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) با بررسی محتوای اطلاعاتی سود پس از تجدید ارائه به این نتیجه رسید محتوای اطلاعاتی سود در دوره‌های پس از تجدید ارائه، در ابتدا کاهش می‌یابد و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی اطمینان خود را نسبت به اطلاعات مالی شرکت پس از تجدید ارائه به طور متوسط برای یک سال از دست می‌دهند؛ اما این کاهش محتوای اطلاعاتی سود موقتی است و پس از انجام تغییرات در ساختار حاکمیت شرکتی، برطرف می‌شود. کراوت و شولین<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) با بررسی رابطه تجدید ارائه صورت‌های مالی و ریسک اطلاعاتی دریافتند ریسک اطلاعاتی شرکت‌های تجدید ارائه‌کننده صورت‌های مالی به دنبال تجدید ارائه افزایش می‌یابد. آن‌ها نشان دادند میزان افزایش ریسک اطلاعاتی به دفعات و علت تجدید ارائه بستگی دارد. لائو و بلاک<sup>۵</sup> (۲۰۱۴) نشان دادند شرکت‌های خانوادگی سود بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها پرداخت می‌کنند. ما و همکاران (۲۰۱۵) نقش عدم شفافیت در رابطه بین کنترل خانوادگی و هزینه بدهی شرکت‌ها را بررسی و به این نتیجه رسیدند که کنترل خانوادگی با هزینه بدهی کمتری همراه است و در شرکت‌هایی که عدم شفافیت وجود دارد این رابطه منفی ضعیف‌تر است. ما و همکاران (۲۰۱۶) نشان داد که کنترل خانوادگی احتمال وقوع ارائه نادرست صورت‌های مالی را کاهش می‌دهد. همچنین، در مقایسه با تجدید ارائه

---

1. Richardson et al

2. Tong et al

3. Wilson

4. Kravet & Shevlin

5. Lao & Black

صورت‌های مالی در شرکت‌های غیرخانوادگی، شرکت‌های خانوادگی در خصوص تجدید ارائه عکس‌العمل منفی بیشتر بازار را به دنبال دارند.

نمازی و محمدی (۱۳۸۹) با بررسی کیفیت سود و بازده شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی به این نتیجه رسیدند که کیفیت سود مبتنی بر نسبت وجه نقد عملیاتی به سود خالص و همچنین نسبت انحراف معیار سود عملیاتی به انحراف معیار وجه نقد عملیاتی در شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی تفاوت معناداری وجود ندارد؛ اما در شرکت‌های خانوادگی، بین درصد مالکیت نهادی با کیفیت سود رابطه مثبت معناداری وجود دارد. شریعت‌پناهی و کاظمی (۱۳۸۹) نشان دادند تجدید ارائه صورت‌های مالی موجب کاهش محتوای اطلاعاتی سود می‌شود. همچنین شرکت‌هایی که عمده‌ترین دلیل تجدید ارائه صورت‌های مالی آن‌ها اشتباه ناشی از شناسایی درآمد است، محتوای اطلاعاتی سود آن‌ها کاهش یافته است. ثقفی و همکاران (۱۳۹۰) به این نتیجه رسیدند که ضریب واکنش به سود برای چهار فصل پس از تجدید ارائه، منفی است. به بیانی دیگر، متعاقب تجدید ارائه صورت‌های مالی، کاهش بلندمدت در محتوای اطلاعاتی سود رخ داده است. بهارمقدم و دولت‌آبادی (۱۳۹۱) دریافتند سود تجدید ارائه‌شده در مقایسه با سود گزارش‌شده از پایداری و قابلیت پیش‌بینی بیشتری برخوردار است. مهرآذین و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی نقش مالکیت خانوادگی در میزان مدیریت سود پرداختند و دریافتند که ساختار مالکیت شرکت‌ها عاملی مؤثر در میزان مدیریت سود است. به بیان دیگر، شرکت‌های غیرخانوادگی بیشتر مدیریت سود انجام می‌دهند. هشی و علیخانی (۱۴۰۰) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین عملکرد شرکت‌ها و ساختار مالکیت خانوادگی پرداختند و نشان دادند بین عملکرد شرکت‌ها و مالکیت خانوادگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

### 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 سری‌های زمانی، داده‌های ترکیبی و رگرسیون لجستیک 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 مستقیماً از سایت کدال استخراج شده است. داده‌ها پس از جمع‌آوری در صفحه گسترده اکسل مرتبط و طبقه‌بندی شده و در نهایت با استفاده از نرم‌افزار ایویوز و استاتا مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند.

جامعه آماری پژوهش حاضر شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که کلیه شرایط زیر را دارا باشند. تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و سال مالی آن منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ اطلاعات مالی مورد نیاز شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۴۰۰ در دسترس باشد؛ به دلیل ماهیت متفاوت جزء موسسه‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشند؛ از این رو پس از جمع‌آوری، تعداد ۱۱۰ شرکت از جامعه مورد نظر باقی مانده‌اند که در طی ۱۴ سال مورد بررسی جمعاً ۱۵۴۰ سال-شرکت را دربر می‌گیرد.

#### متغیر وابسته

متغیرهای وابسته در این پژوهش عکس‌العمل بازار، حجم معاملات غیرعادی و تحریف اطلاعات صورت‌های مالی است.

**عکس‌العمل بازار:** همسو با پژوهش باجو<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) با در نظر گرفتن تاریخ روزی که شرکت تجدید ارائه داشته است، به عنوان رویداد و اطمینان از نبود سایر اطلاعات اثرگذار بر قیمت می‌توان از روش حادثه سنجی و مطالعه رفتار بازدهی غیرعادی تجمعی برای بررسی عکس‌العمل بازار و تحلیل رفتار بازار استفاده کرد. استفاده از روش رویداد سنجی، نیازمند انتخاب تاریخ‌های معینی به عنوان تاریخ رویداد، انتخاب پنجره مورد بررسی حول تاریخ رویداد و انجام محاسبات بازده غیرعادی تجمعی پیرامون تاریخ حادثه است که در چند مرحله به شرح زیر انجام می‌شود. پس از تعیین تاریخ‌های رویداد، همانند پژوهش‌های ما و همکاران (۲۰۱۶)؛ دی فوند و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) و پوزنر و همکاران (۲۰۱۵) دوره زمانی ۱۴۱ روزه حول تاریخ‌های رویداد در نظر گرفته شد. به بیانی دیگر، بررسی بازده غیرعادی در بازه زمانی ۲۱ روز قبل تا ۱۲۰ روز بعد از تاریخ حادثه (۱۴۱ روز) انجام می‌شود. علت انتخاب پنجره ۱۴۱ روزه این است که مطالعات در مورد کارایی بازارها نشان داده‌اند که واکنش اغلب بازارها نسبت به انتشار اخبار در

1. Bajo

2. Defond et al

چند ماه کامل می‌شود؛ بنابراین، انتظار می‌رود اطلاعات محرمانه‌ای که باعث عکس‌العمل سرمایه‌گذاران می‌شوند، حداکثر تا ۱۲۰ روز کاری بعد از وقوع رویداد، عمومی شوند. در نهایت، محاسبات بازده غیرعادی حول تاریخ‌های حادثه انجام می‌شود.

برای اندازه‌گیری متغیر عکس‌العمل بازار به اعلان تجدید ارائه از چهار معیار بازده غیرعادی تجمعی، واریانس بازده غیرعادی، حجم معاملات غیرعادی و شکاف غیرعادی قیمت پیشنهادی خرید و فروش بازار استفاده شده است.

برای سنجش بازده غیرعادی تجمعی همانند پژوهش فیرث و همکاران (۲۰۱۱) پوزنر<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۵) از مدل بازده تعدیل شده بازار استفاده شده است. در این الگو ابتدا بازده غیرعادی روزانه حول تاریخ رویداد (۲۱ روز قبل و ۱۲۰ روز بعد از تاریخ تجدید ارائه صورت‌های مالی) محاسبه می‌شود.

بازده غیرعادی روزانه طی دو مرحله برآورد می‌شود. بدین منظور در متغیرهای  $R_{mt}$  و  $R_{it}$  در رگرسیون به شرح رابطه (۱) اندازه‌گیری می‌شود. رابطه رگرسیونی (۱) همان مدل بازار است.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱)}$$

پس از برآورد رابطه (۱) از ضریب برآورد  $\alpha_i$  و  $\beta_i$  برای محاسبه بازده غیرعادی روزانه حول تاریخ رویداد استفاده می‌شود که به شرح رابطه (۲) اندازه‌گیری می‌شود.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i \times R_{mt}) \quad \text{رابطه (۲)}$$

در روابط فوق  $AR_{it}$  بازده غیرعادی سهام  $i$  در روز  $t$ ،  $R_{it}$  بازده واقعی سهام  $i$  در روز  $t$ ،  $R_{mt}$  بازده بازار است. بازده واقعی سهام از طریق رابطه (۳) محاسبه می‌شود.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در رابطه فوق  $R_{it}$  بازده واقعی سهام،  $P_{it}$  قیمت سهام  $i$  در روز  $t$  و  $P_{it-1}$  قیمت سهام  $i$  در روز  $t-1$  است.

بازده مورد انتظار برابر بازده بازار و بر حسب شاخص‌های کل بازار در نظر گرفته می‌شود؛ لذا به بازده غیرعادی محاسبه شده طبق این روش بازده تعدیل شده بازار می‌گویند. در این پژوهش

بازده بازار بر حسب شاخص‌های کل بازار و همسو با پژوهش مهرانی و همکاران (۱۳۸۷) از طریق رابطه (۴) محاسبه می‌شود.

$$R_{mt} = \frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}} \quad \text{رابطه (۴)}$$

در رابطه فوق  $R_{mt}$  بازده بازار،  $TEDPIX_{it}$  شاخص کل قیمت و سود نقدی سهام در روز  $t$  و  $TEDPIX_{it-1}$  شاخص کل قیمت و سود نقدی سهام در روز  $t-1$  است.

در مرحله آخر با جمع کردن بازده غیرعادی سهام هر یک از روزهای پنجره حول تاریخ رویداد بازده غیرعادی تجمعی به شرح رابطه (۵) اندازه‌گیری می‌شود.

$$CAR_{it} = \sum_{t=21}^{120} AR_{it} \quad \text{رابطه (۵)}$$

در رابطه فوق  $CAR$  بازده غیرعادی تجمعی در هر روز از پنجره تحت بررسی است. شمارنده  $t$  ۲۱ روز قبل تا ۱۲۰ روز بعد از حادثه (روز تجدید ارائه) را در بر می‌گیرد.

دومین معیار برای اندازه‌گیری عکس‌العمل بازار به اعلان تجدید ارائه صورت‌های مالی واریانس بازده غیرعادی سهام است. در این پژوهش همانند پژوهش‌های دی فوند، هانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) و پوزنر و همکاران (۲۰۱۵) واریانس بازده غیرعادی برابر با میانگین مربعات بازده روزانه مدل بازده تعدیل شده بازار در پنجره رویداد (۲۱ روز قبل و ۱۲۰ روز بعد از تاریخ تجدید ارائه صورت‌های مالی) است. به طور خاص، بازده تعدیل شده مدل بازار شرکت  $i$  در روز  $t$  در طول پنجره رویداد به صورت رابطه (۶) محاسبه می‌شود.

$$U_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i \times R_{mt}) \quad \text{رابطه (۶)}$$

در رابطه فوق  $U_{it}$  واریانس بازده سهام  $i$  در روز  $t$ ،  $R_{it}$  بازده روزانه واقعی سهام  $i$  در روز  $t$ ،  $R_{mt}$  بازده روزانه بازار،  $\alpha_i$  و  $\beta_i$  ضریب برآوردی از مدل بازار در پنجره برآورد [۱۲۰، ۲۱-] است. سپس واریانس بازده سهام در پنجره رویداد به عنوان میانگین مجذور بازده تعدیل شده بازار محاسبه می‌شود ( $U_{it}^2$ ). واریانس نرخ بازده سهام در پنجره برآورد (۱۲۰، ۲۱-) برابر با واریانس بازده‌های باقیمانده از مدل بازار که در پنجره رویداد برآورد شده است.

**حجم معاملات غیرعادی:** برای اندازه‌گیری حجم معاملات غیرعادی همانند پژوهش‌های ما و همکاران (۲۰۱۶)؛ دی فوند و همکاران (۲۰۰۷) و پوزنر و همکاران (۲۰۱۵) میانگین حجم

معاملات در روز رویداد بر میانگین حجم معاملات روزانه در پنجره برآورد [۱۲۰، ۲۱-] تقسیم می‌شود. حجم معاملات به عنوان تعداد سهام معامله شده در روز  $t$  بر تعداد کل سهام قابل معامله موجود در روز  $t$  است.

شکاف غیرعادی قیمت پیشنهادی خرید و فروش بازار از تقسیم میانگین شکاف قیمت عرضه و تقاضا در روز رویداد بر میانگین شکاف قیمت عرضه و تقاضا در پنجره برآورد [۱۲۰، ۲۱-] محاسبه می‌شود. در این پژوهش همانند پژوهش‌های کای<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) و فیرث و همکاران (۲۰۱۱) برای اندازه‌گیری شکاف قیمت خرید و فروش از میانگین شکاف نسبی استفاده شده است. میانگین شکاف نسبی به عنوان میانگین نسبی که در فواصل ساعتی در روز رویداد و پنجره برآورد اندازه‌گیری می‌شود، محاسبه می‌شود.

**تحریف اطلاعات مالی:** در این پژوهش منظور از تحریفات اطلاعات صورت‌های مالی، انحراف شرکت‌ها از استانداردهای حسابداری و مالی است. برای سنجش میزان تحریفات مالی همسو با پژوهش‌های ما و همکاران (۲۰۱۶)، فرجی و داود نصر (۱۳۹۶) از گزارش‌های حسابرس مستقل استفاده می‌شود. بدین ترتیب که چنانچه در گزارش حسابرس به انحراف از استانداردهای حسابداری اشاره و با توجه به اهمیت آن اظهارنظر مشروط و یا مردود صادره شده باشد، برای این متغیر مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر لحاظ می‌گردد.

### متغیر مستقل

متغیرهای مستقل در این پژوهش مالکیت خانوادگی، ریسک سلب مالکیت و تجدید ارائه صورت‌های مالی است.

**مالکیت خانوادگی:** به دلیل تمرکز مالکیت در بسیاری از کشورهای اروپایی و آسیایی، پژوهشگران معمولاً یک آستانه حداقلی را برای مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار اعمال می‌کنند تا از کنترل مؤثر اطمینان حاصل کنند (فن و وانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲؛ دایک و زینگالس، ۲۰۰۴).

در این پژوهش همسو با پژوهش‌های دایک و زینگالس (۲۰۰۴)؛ هشی و علیخانی (۱۳۹۴) از یک متغیر مجازی برای نشان دادن مالکیت خانوادگی استفاده شده که دارای یکی از سه شرط ذیل باشد. (۱) بنیان‌گذار، اعضای خانواده مؤسس و یا خانواده‌هایی که ساختار مالکیت را تشکیل می‌دهند در مجموع دارای حداقل ۲۰

1. Kye et al

2. Fan & Wang

درصد از سهام شرکت باشند تا بتواند بر مبنای استانداردهای حسابداری دارای نفوذ مؤثر باشند حداقل ۲۰ درصد از حقوق کنترل شرکت را داشته باشند؛ (۲) یکی از اعضای هیأت مدیره، خود به تنهایی مالک حداقل ۵۰ درصد سهام عادی و یا مجموع سهام عضو حقیقی هیأت مدیره و اعضای خانواده و فامیل وی، حداقل ۵۰ درصد مجموع سهام عادی شرکت باشد. با توجه به اینکه حق کنترل بر اساس استانداردهای حسابداری ایران با مالکیت بیش از ۵۰ درصد سهام حاصل می‌شود در این پژوهش شرکت‌هایی که مالکیت بیش از ۵۰ درصد سهام آن‌ها در اختیار یک شخص حقیقی یا اعضای یک خانواده باشد جزء مالکیت‌های خانوادگی به شمار می‌روند؛ (۳) خانواده مؤسس (همه اعضای خانواده با هم) بزرگ‌ترین سهامدار نهایی است؛ لذا با توجه به شرایط بالا در صورتی که شرکتی دارای یکی از این سه شرط باشد، شرکت خانوادگی تلقی و به آن عدد یک داده خواهد شد و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد.

**ریسک سلب مالکیت:** برای اندازه‌گیری ریسک سلب مالکیت در این پژوهش از دو معیار استفاده شده است که معمولاً در ادبیات به‌عنوان نماینده‌ای برای کنترل ریسک سلب مالکیت سهامداران استفاده می‌شوند. معیار اول همسو با پژوهش‌های پارک و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) شکاف سهامداران کنترلی و معیار دوم همسو با پژوهش‌های لوی و همکاران (۲۰۰۳)؛ اندرسون و همکاران (۲۰۰۹) عدم شفافیت در افشاء اطلاعات شرکت است.

شکاف سهامداران کنترلی مطابق با پژوهش پارک و همکاران (۲۰۱۶) و ساعدی و دستگیر (۱۳۹۶) برابر است با تفاوت بین حق کنترل و حق جریان‌های نقدی بزرگ‌ترین سهامدار کنترل‌کننده نهایی است.

حق کنترل از طریق رابطه (۷) و حق جریان‌های نقدی بزرگ‌ترین سهامدار کنترل‌کننده نهایی از طریق رابطه (۸) اندازه‌گیری می‌شود.

رابطه (۷)  $\text{حق جریان‌های نقدی بزرگ‌ترین سهامدار کنترل‌کننده نهایی} = (\text{مالکیت شرکت‌های وابسته} + \text{مالکیت اعضای هیئت‌مدیره} + \text{مالکیت سازمان‌ها}) / \text{تعداد کل سهام عادی شرکت}$

رابطه (۸)  $\text{حق کنترل} = (\text{مالکیت سهامداران بیش از ۲۰ درصد}) / \text{تعداد کل سهام عادی شرکت}$

از آنجا که در استانداردهای حسابداری ایران، مرز کنترل به‌صورت کمی بیان نشده است، برای تعیین سطح حق رأی و حق جریان و جوه نقد سهامدار اصلی، همسو با پژوهش ساعدی و دستگیر



(۱۳۹۶) اطلاعات سهامداران مستقیم و غیرمستقیم با مالکیت بیشتر از ۲۰ درصد سهام در جریان شرکت از بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است.

برای سنجش متغیر عدم شفافیت در افشاء اطلاعات، ابتدا چهار معیار حجم معاملات، گزارش امتیاز افشاء شرکت، نسبت روزهای معاملاتی با بازده صفر و نوسان‌پذیری بازده روزانه سهام محاسبه می‌شود.

معیار حجم معاملات همسو با پژوهش‌های دایموند و ورکیا<sup>۱</sup> (۱۹۹۱) و جبارزاده کنگرلویی و رادی (۱۳۹۸) نشان‌دهنده عدم اطمینان اطلاعاتی است و مقادیر کمتر عدم شفافیت بیشتر را نشان می‌دهد.

در این پژوهش معیار نوسان‌پذیری بازده سهام همسو با پژوهش کیقبادی و همکاران (۱۳۹۷) از طریق لگاریتم طبیعی یک به علاوه انحراف معیار بازده روزانه سهام محاسبه شده است. مقادیر بیشتر نشان‌دهنده عدم شفافیت اطلاعاتی بیشتر است. شیوه جبری سنجش معیار نوسان‌پذیری بازده سهام به شرح رابطه (۹) است.

$$SRV = Ln(1 + \partial R_{i,t}) \quad \text{رابطه (۹)}$$

امتیاز افشاء شرکت در پژوهش حاضر، کیفیت افشاء امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت است که توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب منتشر می‌شود. امتیازهای مذکور، بر اساس میانگین وزن معیارهای به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشا شده، محاسبه می‌گردد. در این روش امتیاز بالاتر نشان‌دهنده عدم شفافیت اطلاعاتی کمتر است.

پس از سنجش هر یک از معیارهای چهارگانه فوق در مرحله بعد، هر یک از این چهار معیار در ده دهک رتبه‌بندی می‌شوند که در آن دهک اول نشان‌دهنده شفاف‌ترین و دهک دهم نشان‌دهنده غیرشفاف‌ترین شرکت‌ها از منظر اطلاعاتی است. سپس این چهار معیار با یکدیگر جمع و بر ضریب ۴۰ تقسیم می‌شوند که حداکثر مقدار ممکن است. این فرآیند یک معیار عدم شفافیت اطلاعات را به دست می‌دهد که از مقادیر ۰/۱ تا ۱ متغیر است و در آن مقادیر بیشتر نشان‌دهنده عدم شفافیت اطلاعات بالاتر و ریسک سلب مالکیت بالاتر است.

**تجدید ارائه صورت‌های مالی:** برای اندازه‌گیری متغیر تجدید ارائه صورت‌های مالی همانند پژوهش‌های وانگ و هو<sup>۱</sup> (۲۰۱۱)؛ ماند و مینگسو<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) و نصیری و یغمایی عالیشاه (۱۳۹۸) از یک متغیر دوجبهی استفاده شده است. بدین ترتیب که برای شرکت‌هایی که تجدید ارائه انجام داده‌اند عدد یک و برای شرکت‌هایی که تجدید ارائه در صورت‌های مالی انجام نداده‌اند، عدد صفر در نظر گرفته شده است.

### متغیر کنترلی

متغیرهای اندازه شرکت، نرخ بازده دارایی‌ها، اهرم مالی، تمرکز مالکیت، زیان، اندازه حسابرس، استقلال هیئت‌مدیره، کمیته حسابرسی و تخصص مالی اعضاء هیئت‌مدیره همانند پژوهش‌های کینی و مک‌دانیل (۱۹۸۹)؛ دی‌فاند و جیمبالوو (۱۹۹۱)؛ فیرث و همکاران (۲۰۱۱)؛ کائو<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۲)؛ کریزانوسکی و ژانگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۳)؛ ما و همکاران (۲۰۱۶) متغیرهای کنترلی پژوهش هستند؛ از این رو اثر این عوامل کنترل شده است.

**اندازه شرکت:** این متغیر از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال اندازه‌گیری شده است.

**بازده دارایی‌ها:** نرخ بازده دارایی‌ها شاخص میزان سودآوری شرکت بوده و از طریق سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌های آن در پایان سال اندازه‌گیری می‌شود.

**اهرم مالی:** این متغیر از طریق تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال اندازه‌گیری می‌شود.

**تمرکز مالکیت:** در این پژوهش جهت اندازه‌گیری تمرکز مالکیت درصد سهام کنترلی اول (بزرگ‌ترین سهامدار) مورد استفاده قرار گرفته است.

**زیان (سود هر سهم منفی):** متغیری مجازی است که اگر شرکتی سود هر سهم منفی داشته باشد (درآمد هر سهم) برابر با ۱ است و در غیر این صورت عدد ۰ تعلق می‌گیرد.

**اندازه حسابرس:** برای اندازه‌گیری این متغیر از یک متغیر مجازی استفاده شده است به منظور اندازه‌گیری اندازه حسابرس، اگر سازمان حسابرسی به عنوان حسابرس شرکت انتخاب شده باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ تعلق می‌گیرد.

1. Wang & Hou
2. Mande & Myungso
3. Cao
4. Kryzanoweski & Zhang

**استقلال هیئت‌مدیره:** استقلال هیأت مدیره بیانگر نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیأت مدیره است. منظور از مدیران غیرموظف، اعضاء پاره‌وقت هیأت مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت هستند.

**کمیته حسابرسی:** در این پژوهش برای اندازه‌گیری متغیر کمیته حسابرسی از ویژگی تخصص اعضای کمیته حسابرسی استفاده شده است. تخصص اعضای کمیته حسابرسی بیانگر تعداد اعضای کمیته حسابرسی است که در زمینه حسابداری، حسابرسی و مالی فعالیت دارند و دارای علم و دانش تخصصی هستند. فرد متخصص فردی است که مدرک دانشگاهی یا مدرک حرفه‌ای داخلی یا معتبر بین‌المللی در امور مالی، حسابداری، حسابرسی، مدیریت مالی، اقتصاد و یا سایر رشته‌های مدیریت با گرایش مالی یا اقتصادی همراه با توانایی تجزیه و تحلیل صورت‌ها و گزارش‌های مالی و کنترل‌های داخلی حاکم بر گزارشگری مالی دارد (قائمی و همکاران، ۱۳۹۹). تخصص مالی کمیته حسابرسی از طریق نسبت تعداد اعضای دارای و مدرک تحصیلی حسابداری تحصیلی به تعداد کل اعضای کمیته محاسبه شده است.

**تخصص مالی هیئت‌مدیره:** این متغیر بیانگر نسبت اعضای هیئت‌مدیره که دارای سابقه حسابداری یا مالی هستند به کل اعضای هیأت مدیره است.

### مدل پژوهش

به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش، بررسی مقایسه شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی و غیرخانوادگی در تحریف اطلاعات حسابداری، همسو با پژوهش‌هایی مانند ما و همکاران (۲۰۱۶) از مدل (۱) رگرسیون لجستیک استفاده شده است.

$$\text{Misstate}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Family}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{Concentrated ownership}_{it} + \beta_6 \text{Negative EPS}_{it} + \beta_7 \text{Big auditor}_{it} + \beta_8 \text{Outside directors}_{it} + \beta_9 \text{Audit committee}_{it} + \beta_{10} \text{AF background}_{it} + \mu_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

در مدل فوق *Misstate* تحریف اطلاعات صورت‌های مالی، *Family* مالکیت خانوادگی، *Size* اندازه شرکت، *ROA* نرخ بازده دارایی‌ها، *LEV* اهرم مالی، *Concentrated ownership* تمرکز مالکیت، *Negative EPS* زیان (سود هر سهم منفی)، *Big auditor* اندازه حسابرس، *Outside directors* استقلال هیئت‌مدیره، *Audit committee* کمیته حسابرسی، *AF background* تخصص مالی اعضاء

هیئت‌مدیره،  $\mu_t$  کنترل اثرات زمان و  $\mu_t$  کنترل اثرات ثابت است. در مدل شماره (۱) ضریب  $\beta_1$  نشان دهنده تأثیر کنترل خانوادگی بر تحریف صورت‌های مالی است؛ از این رو اگر مطابق با فرضیه اول کنترل خانوادگی احتمال تحریف صورت‌های مالی شرکت را کاهش دهد، ضریب  $\beta_1$  که منعکس‌کننده اثر تحریف صورت‌های مالی است، منفی و معنادار است. هدف از آزمون فرضیه دوم پژوهش، بررسی تأثیر عکس‌العمل‌های بازار نسبت به تجدید ارائه صورت‌های مالی منتشره شده توسط شرکت‌های خانوادگی است که بدین منظور از مدل رگرسیونی (۲) به شرح زیر استفاده می‌شود.

$$\begin{aligned} \text{Marker Reaction}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Family}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \text{مدل} \\ & \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{Concentrated ownership}_{it} + \\ & \beta_6 \text{Negative EPS}_{it} + \beta_7 \text{Outside directors}_{it} + \mu_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

در مدل فوق *Market Reaction* عکس‌العمل بازار است که توسط چهار متغیر بازده غیرعادی تجمعی، واریانس بازده غیرعادی، حجم معاملات غیرعادی و شکاف غیرعادی قیمت پیشنهادی خرید و فروش بازار سنجیده می‌شود و سایر متغیرها مشابه با مدل‌های قبلی است. بر مبنای فرضیه دوم مالکیت خانوادگی منجر به واکنش‌های قوی‌تر و منفی‌تر بازار نسبت به اعلام تجدید ارائه می‌شود؛ بنابراین انتظار می‌رود در مدل (۲) هنگامی که واکنش بازار با نرخ بازده غیرعادی تجمعی سنجش شود، ضریب  $\beta_1$  منفی باشد و زمانی که واکنش بازار با سه معیار دیگر اندازه‌گیری شود، ضریب  $\beta_1$  مثبت باشد.

به منظور آزمون فرضیه سوم پژوهش، بررسی تأثیر ریسک سلب مالکیت توسط سهامدار کنترل‌کننده نهایی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و واکنش بازار از مدل رگرسیون (۳) استفاده شده است.

$$\begin{aligned} \text{Marker Reaction}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Family}_{it} + \text{مدل (۳)} \\ & \beta_2 \text{Ownership wedge}_{it} + \beta_3 \text{Corporate opacity}_{it} + \\ & \beta_4 \text{Family}_{it} \times \text{Ownership wedge}_{it} + \beta_5 \text{Family}_{it} \times \\ & \text{Corporate opacity}_{it} + \beta_6 \text{Size}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{LEV}_{it} + \\ & \beta_9 \text{Concentrated ownership}_{it} + \beta_{10} \text{Negative EPS}_{it} + \\ & \beta_{11} \text{Outside directors}_{it} + \mu_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

در مدل فوق *Ownership Wedge* شکاف سهامداران کنترل‌کننده و *Corporate opacity* عدم شفافیت در افشاء اطلاعات است، سایر متغیرهای مدل مشابه با مدل‌های قبلی است.

## یافته‌های پژوهش

به منظور تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها؛ آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیر	گروه شرکت‌های دارای تحریف اطلاعات در صورت‌های مالی				گروه شرکت‌های بدون تجدید ارائه در صورت‌های مالی شرکت‌های (منطبق)			
	میانگین	انحراف معیار	بیشترین	کمترین	میانگین	انحراف معیار	بیشترین	کمترین
مالکیت خانوادگی	۰/۱۹۸	۰/۰۱۰۱	۱	۰	۰/۲۸۱	۰/۰۹۴	۱	۰
اندازه شرکت	۱۳/۴۲۰	۱/۸۲۵	۱۹/۳۶۱	۱۰/۰۱۹	۱۳/۴۹۲	۱/۷۵۹	۱۹/۴۹۲	۱۰/۰۸۴
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۱۵۸	۰/۰۷۳	۲/۶۵۸	-۱/۲۰۱	۰/۱۴۹	۰/۰۷۶	۲/۶۲۱	-۱/۲۴۷
اهرم مالی	۰/۷۰۲	۰/۲۶۹	۱/۴۵۸	۰/۱۲۶	۰/۶۴۹	۰/۱۸۷	۱/۲۶۳	۰/۰۸۴
تمرکز مالکیت	۰/۱۸۳	۰/۰۶۸	۰/۱۰۰	۰/۰۱۰	۰/۱۹۲	۰/۰۷۷	۰/۱۰۰	۰/۰۰۹
زیان	۰/۲۰۱	۰/۰۵۰	۱	۰	۰/۱۶۴	۰/۰۹۰	۱	۰
اندازه حسابرس	۰/۴۱۷	۰/۲۳۴	۱	۰	۰/۴۳۳	۰/۲۰۶	۱	۰
استقلال هیئت مدیره	۰/۳۸۶	۰/۱۷۲	۱	۰	۰/۳۹۱	۰/۱۶۹	۱	۰
کمیته حسابرسی	۰/۴۳۰	۰/۳۹۵	۱	۰	۰/۴۵۵	۰/۳۴۶	۱	۰
تخصیص مالی هیئت مدیره	۰/۲۶۱	۰/۱۶۴	۱	۰	۰/۳۰۲	۰/۱۷۰	۱	۰

\*سطح معناداری ۰/۰۵ و \*\* سطح معناداری ۰/۱۰

همان گونه که ملاحظه می‌شود، شرکت‌های دارای تحریف اطلاعات سطح بدهی بالاتری نسبت به سایر شرکت‌های دارند که با نتایج مطالعات پیشین (به‌عنوان مثال، کینی و مک‌دانیل، ۱۹۸۹؛ دی‌فاند و جیمبالوو، ۱۹۹۱) مطابقت دارد. میانگین زیان برای شرکت‌های تحریف کننده بزرگ‌تر از شرکت‌های

منطبق است که نشان می‌دهد شرکت‌هایی که زیان خالص در سال قبل دارند، به طور معناداری بیشتر احتمال دارد که گزارش‌های مالی خود را تحریف کنند. این نتیجه تعجب‌آور نیست؛ زیرا شرکت‌های زیان‌ده انگیزه‌های قوی برای دستکاری اعداد حسابداری خود دارند تا عملکرد مالی واقعی خود را پنهان کنند. بر مبنای نتایج جدول ۱ نکته قابل توجه این است که در چندین متغیر کلیدی حاکمیت شرکتی مانند استقلال هیئت‌مدیره، وجود کمیته حسابرسی، تخصص حسابداری و مالی اعضای هیئت‌مدیره تفاوت معناداری بین شرکت‌های تحریف‌کننده و شرکت‌های منطبق وجود ندارد؛ بنابراین نتایج نشان می‌دهد که این مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی نمی‌توانند شرکت‌های ایرانی را از گزارش‌های مالی نادرست بازدارند. مقایسه نتایج نشان می‌دهد که این متغیرهای حاکمیت شرکتی با احتمال تحریف در کشورهای غربی رابطه‌ای منفی دارند (مانند کائو و همکاران، ۲۰۱۲؛ کریزانوسکی و ژانگ، ۲۰۱۳). نتیجه مقایسه میانگین‌ها برای گروه شرکت‌های تحریف‌کننده و منطبق حاکی از این است که شرکت‌های تحریف‌کننده اطلاعات، احتمال کمتری دارند که یک حسابرس بزرگ را استخدام کنند و احتمال بیشتری دارد که نظر اصلاح‌شده حسابرس قبل از تحریف برای آن‌ها صادر شود. هدف از آزمون فرضیه اول پژوهش، بررسی مقایسه شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی و غیرخانوادگی در تحریف اطلاعات صورت‌های مالی است. برای این منظور از دو الگو استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول ۲ ارائه شده است. در بررسی معناداری هر الگو احتمال آماره  $Wald\ Chi^2$  در سطح معناداری از ۰/۰۵ کوچک‌تر است که با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن تمام الگوها تأیید می‌شود. همچنین مقدار  $Pseudo\ R^2$  برای الگوی دوم برابر با ۰/۲۹۴ است که می‌توان برآزش مدل را نسبتاً مناسب در نظر گرفت.

متغیر وابسته در هر دو الگو احتمال تحریف یک شرکت در گزارش مالی است. در الگوی اول متغیر ساختگی مالکیت خانوادگی تنها متغیر مستقل غیر از اثرات ثابت سال و صنعت است، نتایج نشان می‌دهد مالکیت خانوادگی بر تحریف‌های حسابداری تأثیر منفی و معنی‌داری دارد (ضریب = -۰/۴۷۵)؛ مقدار احتمال = ۰/۰۰۰). در الگوی دوم مجموعه‌ای از متغیرهای کنترلی شامل ویژگی‌های خاص شرکت، ویژگی‌های حسابرس و عملکرد شرکت به مدل اضافه شده است. نتایج الگوی دوم نشان می‌دهد بعد از اضافه کردن متغیرهای کنترلی به مدل ضریب متغیر مالکیت خانوادگی همچنان منفی و معنادار است، اگرچه مقدار ضریب (۰/۴۵۷- در مقابل ۰/۴۱۲-) و سطح معنی‌داری ( $p=۰/۰۰۱$  در مقابل  $p=۰/۰۰۸$ )

اندکی کمتر شده است. این یافته‌ها حاکی از عدم رد فرضیه اول پژوهش است که بیان می‌کند احتمال تحریف صورت‌های مالی در شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی کمتر است، حتی پس از کنترل سایر عوامل.

با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی، نتایج الگوی دوم اغلب با آزمون مقایسه میانگین‌ها در جدول ۱ مطابقت دارد و تفاوت‌های اصلی مربوط به اندازه شرکت و اندازه حسابرس است. ضریب اندازه شرکت و اندازه حسابرس در جدول ۲ معنی‌دار نیستند که نشان می‌دهد این دو عامل به‌طور معناداری بر احتمال تحریف اطلاعات حسابداری تأثیر نمی‌گذارند. در حالی که نتایج جدول ۱ نشان داد این دو متغیر بین گروه شرکت‌های تحریف‌کننده و گروه شرکت‌های منطبق متفاوت هستند، این نتایج نباید زیاد تعجب‌آور باشد؛ زیرا تفاوت در اندازه شرکت و کیفیت حسابرس بین این دو گروه از شرکت‌ها حاشیه‌ای و بسیار اندک است (مقدار احتمال به ترتیب، ۰/۰۸۲ و ۰/۰۵۲ در جدول ۱). در ادامه نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش، بررسی عکس‌العمل‌های بازار نسبت به تجدید ارائه‌های منتشره شده توسط شرکت‌های خانوادگی ارائه است.

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر	الگوی اول			الگوی دوم		
	ضریب	آماره والد	مقدار احتمال	ضریب	آماره والد	مقدار احتمال
مالکیت خانوادگی	-۰/۴۵۷	-۳/۲۳۱	۰/۰۰۱	-۰/۴۱۲	-۰/۲۶۶۰	۰/۰۰۸
اندازه شرکت				-۰/۰۵۸	-۰/۹۸۷	۰/۳۱۹
نرخ بازده دارایی‌ها				-۰/۰۰۴	-۰/۸۴۰	۰/۴۰۳
اهرم مالی				۰/۷۳۹	۴/۰۶۸	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت				-۰/۰۱۱	-۳/۰۵۳	۰/۰۰۲
زیان				۰/۰۰۹۲	۶/۰۵۵	۰/۰۰۰
اندازه حسابرس				-۰/۲۳۶	-۱/۰۵۷	۰/۲۹۰
استقلال هیئت‌مدیره				۱/۳۷۸	۱/۸۵۱	۰/۰۶۴
کمیت حسابرسی				-۰/۶۲۰	-۱/۲۹۱	۰/۱۹۷
تخصص مالی هیئت‌مدیره				-۰/۳۳۲	-۱/۳۷۷	۰/۱۶۸
ضریب ثابت	۱/۲۵۸	۷/۶۳۸	۰/۰۰۰	-۰/۱۶۱	-۴/۴۱۵	۰/۰۰۰
اثرات زمان	کنترل شد			کنترل شد		
اثرات صنعت	کنترل شد			کنترل شد		
<i>Pseudo - R - squared</i>	۰/۶۰۱			۰/۲۹۴		
<i>Wald Chi2</i>	۱۶/۳۶۹			۴/۳۶۹		
مقدار احتمال	۰/۰۲۷			۰/۰۰۰		

برای آزمون فرضیه دوم از دو روش تحلیلی استفاده شده و نتایج آن در جدول ۳، ۴، ۵ و ۶ ارائه شده است. در روش اول ابتدا با استفاده از آزمون مقایسه میانگین واکنش‌های کوتاه‌مدت بازار نسبت به تجدید ارائه‌های منتشره شده توسط شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی مقایسه می‌شود. آزمون‌های مقایسه میانگین در سه پنجره رویداد، [۰، ۱+]، [۱-، ۱+] و [۳-، ۳+] انجام می‌شوند که روز صفر اعلام تجدید ارائه است. برای آزمون فرضیه دوم در روش اول جامعه آماری مورد پژوهش به سه گروه، تجدید ارائه کلیه شرکت‌های، تجدید ارائه شرکت‌های خانوادگی و تجدید ارائه‌های شرکت‌های غیرخانوادگی تقسیم شده است.

نتایج آزمون مقایسه میانگین در جدول ۳ گزارش شده است. نتایج نشان می‌دهد مطابق با انتظارات، مقادیر بازده غیرعادی تجمعی در طول سه پنجره رویداد منفی هستند درحالی‌که واریانس بازده غیرعادی، حجم معاملات غیرعادی، شکاف غیرعادی قیمت خرید و فروش همگی برای تجدید ارائه شرکت‌های خانوادگی و تجدید ارائه شرکت‌های غیرخانوادگی در طول سه پنجره رویداد مثبت هستند.

جدول ۳. مقایسه واکنش بازار به تجدید ارائه توسط شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی

مقدار احتمال	تفاوت میانگین	مقدار احتمال	شرکت‌های غیرخانوادگی تجدید ارائه	مقدار احتمال	شرکت‌های خانوادگی تجدید ارائه	کلیه شرکت‌ها تجدید ارائه	
(۷)	(۶)-(۴)-(۲)	(۵)	(۴)	(۳)	(۲)	(۱)	
۰/۰۲۸	-۱/۰۷۹	۰/۰۰۳	-۱/۷۴۹	۰/۰۰۰	-۲/۸۲۷	-۱/۱۵۶	CAR [0, +1] (%)
۰/۰۱۱	-۱/۳۱۹	۰/۰۰۰	-۱/۰۳۳	۰/۰۰۰	-۲/۳۵۲	-۲/۱۱۳	CAR [-1, +1] (%)
۰/۰۹۵	-۲/۰۹۶	۰/۰۰۰	-۱/۸۶۱	۰/۰۰۰	-۳/۹۵۷	-۲/۵۶۶	CAR [-3, +3] (%)
۰/۰۲۴	۰/۸۲۳	۰/۰۰۰	۱/۲۴۰	۰/۰۰۴	۲/۰۶۳	۲/۴۰۸	ARV [0, +1] (%)
۰/۰۹۳	۰/۰۲۹	۰/۰۱۱	۱/۹۱۲	۰/۰۰۹	۱/۹۴۱	۲/۲۵۴	ARV [-1, +1] (%)
۰/۰۴۴	۰/۱۸۶	۰/۰۰۲	۱/۶۴۷	۰/۰۰۰	۱/۸۸۳	۱/۲۶۳	ARV [-3, +3] (%)
۰/۰۰۰	۰/۶۹۲	۰/۰۰۰	۱/۲۱۶	۰/۰۰۳	۱/۹۰۸	۲/۴۶۴	ATV [0, +1] (%)
۰/۰۲۱	۰/۱۱۶	۰/۰۰۰	۲/۷۳۵	۰/۰۰۰	۲/۸۵۱	۱/۴۰۳	ATV [-1, +1] (%)
۰/۰۳۵	۰/۶۴۶	۰/۰۰۰	۱/۴۲۶	۰/۰۰۵	۲/۱۰۲	۲/۲۰۶	ATV [-3, +3] (%)
۰/۰۳۹	۰/۳۴۱	۰/۰۲۸	۲/۱۱۸	۰/۰۰۰	۲/۴۵۹	۲/۱۰۴	ABAS [0, +1] (%)
۰/۰۰۱	۰/۹۳۱	۰/۰۰۰	۱/۹۲۶	۰/۰۰۰	۲/۸۵۷	۲/۳۲۸	ABAS [-1, +1] (%)
۰/۰۴۰	۰/۸۰۷	۰/۰۰۰	۱/۸۵۵	۰/۰۰۰	۲/۶۶۲	۳/۰۹۰	ABAS [-3, +3] (%)



تمام مقادیر p-value در ستون (۳) و (۵) جدول ۳ در سطح اطمینان ۰/۰۱ معنادار هستند، به جزء یک مورد برای معیار بازده غیرعادی تجمعی گروه شرکت‌های غیرخانوادگی در پنجره رویداد  $[-۳, +۳]$  که در سطح اطمینان ۰/۰۵ معنادار هست. این آماره‌ها نشان می‌دهد تجدید ارائه‌های حسابداری با بازده سهام غیرعادی کوتاه‌مدت منفی و افزایش عدم اطمینان سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد آتی شرکت‌ها همراه است. همان‌طور که در ستون (۶) جدول ۳ نشان شده است، تمرکز اصلی پژوهش بر تفاوت در واکنش‌های بازار به تجدید ارائه‌های شرکت‌های خانوادگی و تجدید ارائه‌های شرکت‌های غیرخانوادگی است. نتایج ستون (۶) نشان می‌دهد، در مقایسه با تجدید ارائه‌های اعلام شده توسط شرکت‌های غیرخانوادگی، تجدید ارائه‌های اعلام شده توسط شرکت‌های خانوادگی با بازده سهام غیرعادی کوتاه‌مدت منفی بیشتری همراه است. به‌عنوان مثال، در پنجره رویداد  $[-۱, +۱]$  مقدار میانگین بازده غیرعادی تجمعی برای گروه شرکت‌های خانوادگی دارای تجدید ارائه  $-۲/۳۵۲$  درصد است؛ اما برای گروه شرکت‌های غیرخانوادگی دارای تجدید ارائه فقط  $-۱/۰۳۳$  درصد است. این تفاوت در سطح اطمینان ۵ درصد معنادار است. تفاوت میانگین‌ها برای سه معیار دیگر نیز در سطح اطمینان ۵ درصد معنادار است. به‌عنوان مثال، مقدار میانگین واریانس بازده غیرعادی برای گروه شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی دارای تجدید ارائه در پنجره رویداد  $[-۱, +۱]$  به ترتیب برابر با  $۱/۹۴۱$  درصد و  $۱/۹۱۲$  و مقدار تفاوت میانگین‌ها در سطح اطمینان ۵ درصد معنادار است. میانگین واریانس بازده غیرعادی در شرکت‌های دارای تجدید ارائه خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های دارای تجدید ارائه غیرخانوادگی بیشتر و مقدار تفاوت میانگین‌ها در سطح اطمینان ۵ درصد معنادار است. به‌عبارتی دیگر، عکس‌العمل‌های بازار نسبت به تجدید ارائه‌های منتشره شده توسط شرکت‌های خانوادگی بیشتر است. به‌طور خلاصه، نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد که اگرچه هم تجدید ارائه‌های شرکت‌های خانوادگی و هم تجدید ارائه‌های شرکت‌های غیرخانوادگی منجر به بازده سهام غیرعادی کوتاه‌مدت منفی و افزایش عدم اطمینان سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد آتی شرکت‌های دارای تجدید ارائه می‌شود؛ اما پیامدهای آن به‌طور قابل توجهی برای شرکت‌های خانوادگی شدیدتر است.

جدول ۴. مالکیت خانوادگی و واکنش بازار به اعلام تجدید ارائه در پنجره  $[0, +1]$ 

متغیر	بازده غیرعادی تجمعی		واریانس بازده غیرعادی		حجم معاملات غیرعادی		شکاف غیرعادی قیمت	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
مالکیت خانوادگی	۰/۰۰۰	۰/۲۷۷	۰/۰۰۰	-۰/۳۹۲	۰/۰۴۲	-۰/۱۹۴	۰/۰۱۷	-۰/۳۴۰
اندازه شرکت	۰/۴۹۶	۰/۱۵۲	۰/۰۰۰	۰/۳۴۵	۰/۰۰۱	۰/۳۶۵	۰/۰۱۸	۰/۰۶۵
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۴۱۸	۰/۴۴۳	۰/۵۴۷	۰/۰۷۱	۰/۰۷۸	-۰/۰۷۸	۰/۰۰۰	۰/۲۰۶
اهرم مالی	۰/۲۳۰	۰/۰۷۲	۰/۰۰۵	-۰/۱۰۹	۰/۰۹۰	-۰/۶۲۳	۰/۰۴۴	۰/۱۶۷
تمرکز مالکیت	۰/۰۰۰	-۰/۶۳۸	۰/۰۰۲	-۰/۷۶۵	۰/۰۰۷	۰/۰۱۱	۰/۰۰۰	۰/۶۳۰
زیان	۰/۰۰۴	۰/۱۵۱	۰/۰۰۰	-۰/۲۵۵	۰/۰۰۰	۰/۹۲۳	۰/۰۰۰	۰/۱۸۸
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۰۸۷	-۰/۱۱۲	۰/۰۸۶	۰/۰۸۶	۰/۰۱۳	۰/۲۶۷	۰/۰۰۳	۰/۲۷۷
ضریب ثابت	۰/۰۰۰	-۱/۲۰۴	۰/۰۴۸	-۲/۴۴۳	۰/۰۶۶	۰/۶۰۶	۰/۰۶۸	۰/۵۳۶
اثرات زمان	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد
اثرات صنعت	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد
ضریب تعیین	۰/۲۰۶	۰/۲۰۶	۰/۲۶۴	۰/۲۶۴	۰/۲۷۴	۰/۲۷۴	۰/۲۳۶	۰/۲۳۶
آماره $F$	۲/۶۱۶	۲/۶۱۶	۲/۳۱۱	۲/۳۱۱	۲/۴۹۸	۲/۴۹۸	۱/۸۴۱	۱/۸۴۱
مقدار احتمال	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

در روش دوم با استفاده مدل رگرسیون ۲ واکنش‌های بازار نسبت به تجدید ارائه‌های منتشره شده توسط شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی در طول سه پنجره رویداد  $[0, +1]$ ،  $[+1, +1]$  و  $[-1, +3]$  بررسی شده است. نتایج آزمون مدل رگرسیون در جدول ۴، ۵ و ۶ گزارش شده است. در بررسی معناداری هر الگو احتمال آماره  $F$  در سطح معناداری از ۰/۰۵ کوچک‌تر است که با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن تمام الگوها تأیید می‌شود. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برای هر الگو به ترتیب برابر با ۰/۶۰۴؛ ۰/۷۹۱ و ۰/۵۷۳ است.

هدف اصلی در این روش آزمون هرگونه تفاوت در واکنش‌های بازار بین تجدید ارائه شرکت‌های خانوادگی و تجدید ارائه شرکت‌های غیرخانوادگی است؛ بنابراین نمونه آماری در این روش شامل همه شرکت‌های دارای تجدید ارائه است. برای آزمون مدل دوم از چهار الگو استفاده شده است، بدین ترتیب که در الگوی اول بازده غیرعادی تجمعی، در الگوی دوم

واریانس بازده غیرعادی، در الگوی سوم حجم معاملات غیرعادی و الگوی چهارم شکاف غیرعادی قیمت خرید و فروش به عنوان متغیر وابسته تخمین زده می‌شود. برای هر یک از چهار معیار واکنش بازار، دو مدل رگرسیون برآورد می‌شود. در یک مدل متغیر مجازی مالکیت خانوادگی جدای از کنترل اثرات ثابت سال و صنعت به عنوان تنها متغیر مستقل است و مدل دیگر شامل مجموعه‌ای از متغیرهای کنترلی است.

همان‌طور که نتایج جدول ۴ تا ۶ نشان می‌شود ضریب متغیر مالکیت خانوادگی در هر هشت الگو در سطح معناداری ۰/۰۵ معنادار است. علامت ضرایب متغیر مالکیت خانوادگی با علائم گزارش شده در ستون (۶) جدول ۳ مطابقت دارد. به طور ویژه، ضریب متغیر مالکیت خانوادگی زمانی که بازده غیرعادی تجمعی متغیر وابسته باشد منفی است و زمانی که واریانس بازده غیرعادی، حجم معاملات غیرعادی و شکاف غیرعادی قیمت خرید و فروش متغیر وابسته باشد، مثبت است. مقدار ضریب متغیر مالکیت خانوادگی حتی بزرگ‌تر می‌شود هنگامی که متغیرهای کنترلی در رگرسیون گنجانده می‌شوند، به‌عنوان مثال، مقدار ضریب مالکیت خانوادگی در ستون (۲) در مقایسه با ستون (۱) به ترتیب ۲/۱۸۱- و ۱/۷۷۷- است.

جدول ۵. مالکیت خانوادگی و واکنش بازار به اعلام تجدید ارائه در پنجره [۱-، +۱]

متغیر	بازده غیرعادی تجمعی		واریانس بازده غیرعادی		حجم معاملات غیرعادی		شکاف غیرعادی قیمت	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
مالکیت خانوادگی	۰/۰۰۰	۰/۸۱۰	۰/۱۵۸	-۰/۰۷۴	۰/۰۰۰	۰/۰۲۶	۰/۰۰۰	-۰/۸۲۳
اندازه شرکت	۰/۰۲۴	-۰/۰۱۲	۰/۱۱۸	۰/۱۵۷	۰/۰۹۰	۰/۱۲۰	۰/۰۹۰	۰/۹۹۳
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۰۰۲	-۰/۰۳۰	۰/۰۰۰	-۰/۴۶۹	۰/۷۶۰	-۰/۰۱۹	۰/۷۶۰	-۰/۰۹۸
اهرم مالی	۰/۰۰۰	۰/۰۴۸	۰/۰۰۰	۰/۰۸۲	۰/۰۰۰	۰/۷۸۳	۰/۰۰۰	-۰/۸۰۵
تمرکز مالکیت	۰/۰۰۱	۰/۵۳۴	۰/۰۲۷	۰/۱۶۳	۰/۱۹۶	۰/۲۰۱	۰/۱۹۶	۰/۶۴۳
زیان	۰/۰۰۰	۰/۴۱۶	۰/۲۵۸	۰/۱۷۹	۰/۲۲۶	-۰/۱۸۹	۰/۲۲۶	۰/۰۳۵
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۷۰۳	۰/۱۶۵	۰/۰۸۶	-۰/۴۶۳	۰/۰۰۰	۰/۹۶۰	۰/۰۰۰	۰/۵۱۷
ضریب ثابت	۰/۰۰۵	۱/۲۷۸	۰/۴۰۱	-۰/۳۲۳	۰/۰۰۰	۲/۳۳۴	۰/۰۰۰	۰/۲۹۶
اثرات زمان	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد
اثرات صنعت	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد
ضریب تعیین	۰/۲۳۸	۰/۱۹۳	۰/۱۶۸	۰/۱۴۲	۰/۱۶۸	۰/۱۴۲	۰/۱۶۸	۰/۱۶۸
آماره F	۳/۷۷۰	۲/۴۵۳	۲/۴۵۳	۲/۱۵۱	۱/۵۲۳	۲/۱۵۱	۱/۵۲۳	۱/۵۲۳
مقدار احتمال	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

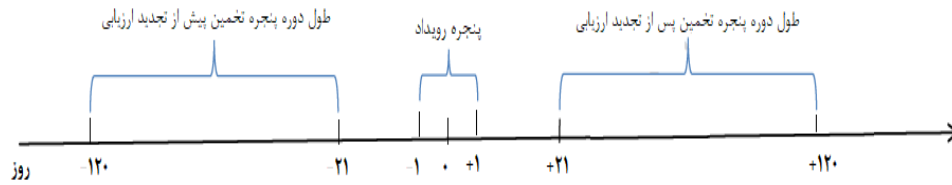
در مجموع، یافته‌های جدول ۳، ۴، ۵ و ۶ نشان می‌دهد هنگامی که یک شرکت تجدید ارائه حسابداری را اعلام می‌کند، تحت کنترل بودن خانوادگی با بازده غیرعادی تجمعی کوتاه‌مدت

دارای رابطه‌ای منفی (CAR) و با واریانس بازده غیرعادی (ARV)، حجم معاملات غیرعادی (ATV) و شکاف غیرعادی خرید و فروش (ABAS) دارای رابطه‌ای منفی است. این یافته‌ها حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران بیشتر نگران بدتر شدن کیفیت سود حسابداری در شرکت‌های خانوادگی هستند و در نتیجه نسبت به تجدید ارائه‌های اعلام شده توسط شرکت‌های خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی واکنش شدیدتری نشان می‌دهند؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش رد نمی‌شود.

جدول ۶. مالکیت خانوادگی و واکنش بازار به اعلام تجدید ارائه در پنجره  $[-۳، +۳]$

بازده غیرعادی تجمعی		واریانس بازده غیرعادی		حجم معاملات غیرعادی		شکاف غیرعادی قیمت		متغیر
ضرب	احتمال	ضرب	احتمال	ضرب	احتمال	ضرب	احتمال	
۰/۵۵۳	۰/۰۳۷	-۰/۱۳۳	۰/۰۱۰	-۰/۴۸۲	۰/۰۰۶	-۰/۱۴۴	۰/۰۰۰	مالکیت خانوادگی
-۰/۲۲۷	۰/۰۰۳	-۰/۹۵۹	۰/۰۳۲	۰/۳۷۹	۰/۰۰۰	-۰/۵۰۷	۰/۰۰۰	اندازه شرکت
-۰/۰۹۹	۰/۰۴۵	-۰/۰۴۴	۰/۰۱۷	۰/۱۷۲	۰/۰۰۰	-۰/۴۵۳	۰/۰۰۱	نرخ بازده دارایی‌ها
۰/۴۶۱	۰/۰۰۰	-۰/۱۳۱	۰/۰۰۰	۰/۰۸۸	۰/۰۰۰	-۰/۳۰۲	۰/۰۰۴	اهرم مالی
۰/۶۴۹	۰/۱۱۷	۰/۰۸۸	۰/۰۰۰	-۰/۰۸۳	۰/۰۰۰	۰/۴۲۵	۰/۰۰۰	تمرکز مالکیت
-۰/۲۶۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	۰/۰۶۶	۰/۰۰۲	۰/۲۲۲	۰/۰۰۰	زیان
-۰/۸۹۹	۰/۰۰۰	-۰/۰۱۴	۰/۰۰۴	-۰/۴۰۶	۰/۳۳۷	۰/۳۵۸	۰/۰۱۰	استقلال هیئت‌مدیره
-۰/۷۵۳	۰/۰۰۰	-۰/۹۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۶۸۶	۰/۰۰۰	۰/۹۸۵	۰/۰۰۱	ضریب ثابت
کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	اثرات زمان
کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	اثرات صنعت
۰/۱۷۳	۰/۱۸۷	۰/۱۶۰	۰/۱۷۷	۰/۱۷۷	۰/۱۷۷	۰/۱۷۷	۰/۱۷۷	ضریب تعیین
۲/۳۳۱	۲/۶۲۸	۲/۳۰۱	۲/۲۱۴	۲/۳۳۱	۲/۳۰۱	۲/۲۱۴	۲/۲۱۴	آماره F
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	مقدار احتمال

در این بخش به بررسی اثرات واکنش بازار به تجدید ارائه در بلندمدت پرداخته شده است. برای این منظور از آزمون تفاوت در تفاوت استفاده شد. بدین منظور از دو آزمون تفاوت در تفاوت استفاده می‌شود تا تفاوت در واکنش‌های بازار (یعنی واریانس بازده، حجم معاملات و شکاف خرید-فروش) قبل از اعلام تجدید ارائه (پنجره  $[-۲۱، -۱۲۰]$ ) و پس از اعلام تجدید ارائه (پنجره  $[+۲۱، +۱۲۰]$ ) به ترتیب برای شرکت‌های دارای تجدید ارائه خانوادگی و شرکت‌های دارای تجدید ارائه غیرخانوادگی مقایسه شود. جدول زمانی آزمون واکنش بازار در شکل (۱) ارائه شده است.



شکل ۱. جدول زمانی آزمون واکنش بازار

در بخش پیشین تفاوت در واکنش‌های بازار به تجدید ارائه شرکت‌های خانوادگی و تجدید ارائه شرکت‌های غیرخانوادگی در طول سه پنجره رویداد  $[0, +1]$ ،  $[-1, +1]$  و  $[-3, +3]$  بررسی شد. در این بخش به آزمون این پرسش پرداخته شده است که آیا واکنش‌های قوی‌تر بازار به تجدید ارائه شرکت‌های خانوادگی همچنان در یک دوره طولانی‌تر مشاهده می‌شود یا خیر. در این زمینه، ادبیات موجود شواهد تجربی ترکیبی را در مورد اینکه آیا اثرات تجدید ارائه کوتاه‌مدت است (به‌عنوان مثال، کاهش ERC) یا خیر، ارائه می‌دهد (به‌عنوان مثال، ویلسون، ۲۰۰۸؛ چن و همکاران، ۲۰۱۴). اگرچه هدف پژوهش حاضر دقیقاً این نیست که مدت زمان ماندگاری تأثیرات تجدید ارائه را بررسی کند؛ اما آزمون‌هایی که در این بخش انجام می‌شود می‌تواند شواهدی تکمیلی برای افزایش درک پژوهشگران از موضوع ارائه دهد.

در همین راستا، ابتدا یک رویکرد تفاوت در تفاوت اتخاذ می‌شود که در آن به ترتیب واریانس بازده سهام حجم معاملات و شکاف خرید-فروش برای شرکت‌های دارای تجدید ارائه قبل و بعد از تجدید ارائه و برای شرکت‌های منطبق (شرکت‌های بدون تجدید ارائه) مقایسه می‌شود. سپس تغییرات (از دوره قبل تا پس از تجدید ارائه) در این سه معیار بین شرکت‌های تجدید ارائه و شرکت‌های منطبق مقایسه می‌شود. از آنجایی که هر شرکت منطبق بر اساس صنعت، اندازه و سال عرضه اولیه سهام شناسایی می‌شود، چنین مقایسه‌ای تأثیر این عوامل را نیز کنترل می‌کند. نتایج آزمون تفاوت در تفاوت در جدول ۷ گزارش شده است. سمت راست جدول ۷ نتایج شرکت‌های تجدید ارائه خانوادگی و شرکت‌های منطبق ارائه شده است. سمت چپ نتایج برای شرکت‌های تجدید ارائه غیرخانوادگی و شرکت‌های منطبق با آن‌ها ارائه شده است. طول دوره پنجره تخمین قبل و بعد از تجدید ارائه به ترتیب  $[-120, -21]$  و  $[+21, +120]$  است که در آن روز صفر روز اعلام تجدید ارائه است. نتایج جدول ۷ به‌عنوان مثال برای شرکت‌های خانوادگی دارای تجدید ارائه نشان می‌دهد، میانگین واریانس بازده به طور معناداری از  $3/701$  در پنجره برآورد قبل از تجدید ارائه به  $3/976$  در پنجره پس از تجدید ارائه افزایش می‌یابد (تفاوت  $= 0/275$ ، مقدار

احتمال =  $0/01$ ). در طول همان دوره، اگرچه شرکت‌های منطبق نیز افزایش واریانس بازده را تجربه می‌کنند؛ اما افزایش آن‌ها ناچیز است (تفاوت =  $0/084$ ، مقدار احتمال =  $0/248$ ). نتایج تفاوت در تغییر واریانس بازده (تفاوت در تفاوت که با فونت پررنگ در جدول ۷ مشخص شده است) بین شرکت‌های تجدید ارائه خانوادگی و شرکت‌های منطبق آن‌ها از نظر آماری معنادار است (تفاوت =  $0/191$ ، مقدار احتمال =  $0/20$ ). در مقابل، اگرچه شرکت‌های تجدید ارائه غیرخانوادگی نیز افزایش معناداری در واریانس بازده از  $2/411$  به  $2/762$  را تجربه می‌کنند (تفاوت =  $0/251$ ، مقدار احتمال =  $0/094$ )؛ اما مقدار تفاوت در تفاوت بین شرکت‌های تجدید ارائه غیرخانوادگی و منطبق آن‌ها غیرمعنادار است (تفاوت در تفاوت =  $0/203$ ، مقدار احتمال =  $0/264$ ). این نتایج تحلیل‌های تفاوت در تفاوت نشان می‌دهد درحالی‌که شرکت‌های دارای تجدید ارائه خانوادگی افزایش معناداری در واریانس بازده سهام در یک پنجره طولانی‌تر (تا ۱۲۰ روز پس از اعلام تجدید ارائه) در مقایسه با شرکت‌های تطبیق‌دهی تجربه می‌کنند؛ اما بین شرکت‌های دارای تجدید ارائه غیرخانوادگی و شرکت‌های همسان آن‌ها تفاوت معناداری در تغییر واریانس بازده وجود ندارد. همچنین اگر نتایج مربوط به تغییرات حجم معاملات و شکاف قیمت خرید و فروش در جدول ۷ بررسی شوند، نتایج مشابه هستند.

جدول ۷. نتایج آزمون تفاوت در تفاوت

معیار	شرکت‌های خانوادگی تجدید ارائه			شرکت‌های غیرخانوادگی تجدید ارائه		
	پیش از تجدید ارائه (a)	پس از تجدید ارائه (b)	تفاوت (b-a)	پیش از تجدید ارائه (a)	پس از تجدید ارائه (b)	تفاوت (b-a)
واریانس بازده سهام	شرکت‌های تجدید ارائه (۱)	۳/۷۰۱	۳/۹۷۶	۰/۲۷۵ <sup>o</sup> (۰/۰۰۱)	۲/۴۱۱	۲/۸۳۶
	شرکت‌های منطبق (۲)	۲/۸۷۳	۲/۹۵۷	۰/۰۸۴ <sup>oo</sup> (۰/۲۴۸)	۱/۹۷۳	۱/۸۸۹
	(۲-۱)	۰/۸۲۸	۱/۱۰۹	۰/۱۹۱ <sup>o</sup> (۰/۰۲۰)	۰/۶۴۱	۰/۲۶۴
حجم معاملات	شرکت‌های تجدید ارائه (۱)	۲/۴۷۳	۳/۲۵۴	۰/۷۸۱ <sup>o</sup> (۰/۰۲۴)	۲/۶۰۳	۲/۸۸۴
	شرکت‌های منطبق (۲)	۲/۲۳۱	۲/۸۵۱	۰/۶۲۰ <sup>oo</sup> (۰/۰۵۶)	۲/۵۲۹	۲/۳۰۹
	(۲-۱)	۰/۴۰۳	۰/۲۴۲	۰/۱۶۱ <sup>oo</sup> (۰/۰۷۱)	۰/۴۴۲	۰/۲۸۱

معیار	شرکت‌های خانوادگی تجدید ارائه			شرکت‌های غیرخانوادگی تجدید ارائه		
	پیش از تجدید ارائه (a)	پس از تجدید ارائه (b)	مقدار احتمال (b-a)	پیش از تجدید ارائه (a)	پس از تجدید ارائه (b)	مقدار احتمال (b-a)
شکاف قیمت خرید و فروش	شرکت‌های تجدید ارائه (۱)	۰/۳۲۶	۰/۴۸۱	۰/۱۵۵° (۰/۰۲۹)	۰/۷۶۴	۰/۸۱۰
	شرکت‌های منطبق (۲)	۰/۲۱۴	۰/۲۳۸	۰/۱۱۴° (۰/۰۶۲)	۰/۶۸۲	۰/۶۹۴
	(۲-۱)	۰/۱۱۲	۰/۱۵۳	۰/۰۴۱° (۰/۰۸۳)	۰/۰۸۲	۰/۱۱۶

\*سطح معناداری ۰/۰۵ و \*\* سطح معناداری ۰/۱۰

در مرحله دوم، آزمون‌هایی برای مقایسه مستقیم تغییرات در واریانس بازده، حجم معاملات و شکاف قیمت خرید و فروش بین شرکت‌های دارای تجدید ارائه خانوادگی و شرکت‌های دارای تجدید ارائه غیرخانوادگی، به علاوه مقایسه تغییرات بین هر گروه از شرکت‌های دارای تجدید ارائه و شرکت‌های منطبق با عدم تجدید ارائه، انجام شده است. نتایج آزمون مقایسه مستقیم بین شرکت‌های دارای تجدید ارائه خانوادگی و شرکت‌های دارای تجدید ارائه غیرخانوادگی در جدول ۸ گزارش شده است.

به منظور تفسیر نتایج جدول ۸ دوباره نتایج واریانس بازده سهام به عنوان مثال برای نشان دادن یافته‌ها در نظر شد. نتایج نشان می‌دهد هم برای شرکت‌های دارای تجدید ارائه خانوادگی و هم برای شرکت‌های تجدید ارائه غیرخانوادگی، واریانس بازده در دوره پس از تجدید ارائه به طور معناداری بزرگ‌تر از دوره قبل از تجدید ارائه است (تفاوت = ۰/۶۶۳، مقدار احتمال = ۰/۰۰۲). برای شرکت‌های خانوادگی؛ تفاوت = ۰/۳۹۵، مقدار احتمال = ۰/۰۵۵. برای شرکت‌های غیرخانوادگی). همچنین نتایج جدول ۸ نشان می‌دهد مقدار تفاوت در تغییر واریانس بازده (تفاوت در تفاوت) برای شرکت‌های خانوادگی بزرگ‌تر از شرکت‌های غیرخانوادگی و معنادار است (تفاوت در تفاوت = ۰/۲۶۸، مقدار احتمال = ۰/۰۳۴). به بیانی دیگر، تأثیر اعلام تجدید ارائه بر افزایش واریانس بازده برای شرکت‌های دارای تجدید ارائه خانوادگی بیشتر از شرکت‌های غیرخانوادگی است. نتایج مقایسه تفاوت حجم معاملات و شکاف قیمت خرید و فروش مشابه با نتایج واریانس بازده سهام است.

به طور کلی، یافته‌های جدول ۸ نشان می‌دهد در حالی که هم شرکت‌های تجدید ارائه خانوادگی و هم شرکت‌های تجدید ارائه غیرخانوادگی افزایشی را در واریانس بازده، حجم معاملات و شکاف

قیمت خرید و فروش پس از اعلان تجدید ارائه تجربه می‌کنند، این تأثیر برای شرکت‌های تجدید ارائه خانوادگی به طور معناداری بیشتر است. در واقع تا ۱۲۰ روز پس از اعلام تجدید ارائه، تفاوت معناداری بین این سه معیار در شرکت‌های تجدید ارائه غیرخانوادگی و شرکت‌های منطبق با آنها وجود ندارد؛ اما برای شرکت‌های تجدید ارائه غیرخانوادگی، این افزایش همچنان مشاهده می‌شود.

**جدول ۸ نتایج آزمون مقایسه مستقیم بین شرکت‌های دارای تجدید ارائه خانوادگی و غیرخانوادگی**

مقدار احتمال (b-a)	پس از تجدید ارائه (b)	پیش از تجدید ارائه (a)		
۰/۶۶۳ <sup>***</sup> (۰/۰۰۲)	۲/۹۱۲	۲/۲۴۹	شرکت‌های خانوادگی (۱)	واریانس بازده سهام
۰/۳۹۵ <sup>***</sup> (۰/۰۵۵)	۲/۴۹۵	۲/۱۰۳	شرکت‌های غیرخانوادگی (۲)	
۰/۲۶۸ <sup>*</sup> (۰/۰۳۴)	۰/۴۱۴	۰/۱۴۶	(۲-۱)	
۰/۴۱۳ <sup>***</sup> (۰/۰۰۰)	۲/۶۲۸	۲/۲۱۵	شرکت‌های خانوادگی (۱)	حجم معاملات
۰/۳۵۵ <sup>***</sup> (۰/۲۱۰)	۲/۵۷۲	۲/۰۱۷	شرکت‌های غیرخانوادگی (۲)	
۰/۰۵۸ <sup>***</sup> (۰/۰۸۲)	۰/۲۵۶	۰/۱۹۸	(۲-۱)	
۰/۳۵۵ <sup>*</sup> (۰/۰۰۹)	۰/۹۸۷	۰/۶۳۲	شرکت‌های خانوادگی (۱)	شکاف قیمت خرید و فروش
۰/۱۵۷ <sup>*</sup> (۰/۱۲۶)	۰/۴۱۸	۰/۲۶۱	شرکت‌های غیرخانوادگی (۲)	
۰/۱۹۸ <sup>***</sup> (۰/۰۶۲)	۰/۵۶۹	۰/۳۷۱	(۲-۱)	

\* سطح معناداری ۰/۰۵ و \*\* سطح معناداری ۰/۰۱

هدف از آزمون فرضیه سوم، بررسی تأثیر ریسک سلب مالکیت توسط سهامدار کنترل‌کننده بر رابطه بین کنترل خانوادگی و واکنش‌های بازار است که برای این منظور از بازده غیرعادی تجمعی، واریانس بازده غیرعادی، حجم معاملات غیرعادی و شکاف غیرعادی قیمت به عنوان معیارهایی برای واکنش‌های بازار و از شکاف سهامداران کنترلی و عدم شفافیت در افشای اطلاعات به عنوان معیارهایی



ریسک سلب مالکیت استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه سوم در ادامه در طول سه پنجره رویداد  $[+1, 0]$ ،  $[-1, +1]$  و  $[-3, +3]$  بررسی شده به تفکیک بیان شده است.

جدول ۹. مالکیت خانوادگی و واکنش بازار به اعلام تجدید ارائه در پنجره  $[0, +1]$

شکاف غیرعادی قیمت		حجم معاملات غیرعادی		واریانس بازده غیرعادی		بازده غیرعادی تجمعی		
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	متغیر
۰/۰۰۰	۰/۹۶۷	۰/۰۲۳	۰/۰۱۰	۰/۰۰۰	-۰/۱۲۴	۰/۰۰۲	-۰/۱۳۳	Family
۰/۱۹۲	۰/۰۰۷	۰/۸۲۰	-۰/۰۶۹	۰/۱۹۳	۰/۳۸۴	۰/۰۰۵	-۰/۰۰۶	Ownership wedge
۰/۰۰۰	۰/۴۲۵	۰/۲۸۰	۰/۱۹۰	۰/۰۶۲	۱/۲۸۲	۰/۰۰۰	۰/۱۷۷	Corporate opacity
۰/۰۰۰	-۰/۱۹۹	۰/۰۸۵	۰/۰۷۸	۰/۰۰۰	-۰/۱۰۷	۰/۲۸۹	۰/۱۶۲	Family * Ownership wedge
۰/۰۳۲	-۰/۰۱۸	۰/۰۳۲	۰/۸۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۱۲۴	۰/۱۰۹	۰/۱۱۰	Family * Corporate opacity
۰/۰۱۵	۰/۰۴۹	۰/۸۳۷	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۱۹۸	۰/۳۹۵	۰/۰۱۶	Size
۰/۲۲۵	۰/۴۲۴	۰/۰۰۰	۰/۴۸۶	۰/۰۰۰	۰/۱۲۰	۰/۰۱۱	-۰/۹۰۹	ROA
۰/۰۱۹	-۰/۲۹۱	۰/۲۱۱	۰/۷۹۶	۰/۰۴۳	-۲/۴۶۴	۰/۰۰۰	۰/۷۱۱	LEV
۰/۳۲۶	۰/۰۵۸	۰/۹۰۷	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	-۰/۱۱۴	۰/۰۰۰	۰/۱۳	Concentrated ownership
۰/۰۰۰	۰/۳۳۱	۰/۰۰۰	۰/۴۳۳	۰/۰۴۵	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۶	Negative EPS
۰/۰۰۰	۰/۰۳۶	۰/۳۱۰	-۰/۰۱۳	۰/۱۴۷	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	-۰/۷۴	Outside directors
۰/۰۰۰	۰/۰۶۰	۰/۰۰۱	۰/۰۱۵	۰/۰۰۰	-۱/۰۹	۰/۰۰۰	۰/۰۸۸	$\beta$
کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		اثرات زمان
کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		اثرات صنعت
۰/۲۰۷		۰/۲۵۶		۰/۲۴۰		۰/۲۱۹		ضریب تعیین
۲/۳۰۴		۲/۶۱۹		۲/۱۳۲		۲/۳۹۱		آماره F
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		مقدار احتمال

همان‌طور نتایج در جدول ۹، ۱۰ و ۱۱ نشان می‌دهد در هر تمام الگوها، ضریب متغیر مالکیت خانوادگی معنادار است و علامت ضریب در الگو اول منفی و در سایر الگوها مثبت است. نتایج نشان می‌دهد که حتی برای شرکت‌هایی با شکاف سهامداران کنترلی و عدم شفافیت پایین (شرکت‌هایی با ریسک سلب مالکیت نسبتاً پایین)، مالکیت خانوادگی همچنان واکنش‌های شدیدتری را از سوی سرمایه‌گذاران برمی‌انگیزد. ضریب متغیر مستقل شکاف سهامداران کنترلی در هر چهار مدل معنادار است و علامت مشابهی با متغیر مالکیت خانوادگی دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که شکاف سهامداران کنترلی، مانند مالکیت خانوادگی، نگرانی سرمایه‌گذاران را در مورد مشکلات نمایندگی و عدم اطمینان

افزایش می‌دهد. ضریب متغیر مستقل عدم شفافیت در اطلاعات صورت‌های مالی، اگرچه علامتی مشابه با شکاف سهامداران کنترلی دارد؛ اما در هیچ کدام از مدل‌ها معنادار نیست. این نتایج نشان می‌دهد وقتی واکنش بازار توسط بازده غیرعادی تجمعی، واریانس بازده غیرعادی اندازه‌گیری می‌شود، سطح عدم شفافیت شرکت تأثیر معناداری بر نحوه واکنش سرمایه‌گذاران به تجدید ارائه‌های اعلام‌شده توسط شرکت‌های غیرخانوادگی ندارد.

جدول ۱۰. مالکیت خانوادگی و واکنش بازار به اعلام تجدید ارائه در پنجره  $[-1, +1]$

شکاف غیرعادی قیمت		حجم معاملات غیرعادی		واریانس بازده غیرعادی		بازده غیرعادی تجمعی		متغیر
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
۰/۰۴۷	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	-۰/۲۰۳	۰/۰۰۱	-۰/۰۲۲	۰/۰۰۰	۰/۰۶۳	Family
۰/۰۰۰	-۰/۸۱۵	۰/۰۰۰۰	۲۵/۳۶۴۱	۰/۲۲۶۶	۰/۴۷۱۵	۰/۰۴۵	۰/۳۶۶	Ownership wedge
۰/۱۸۵	-۰/۵۱۹	۰/۴۱۸	-۰/۰۰۶	۰/۰۹۴۸	-۵/۴۱۹۷	۰/۰۱۶	۰/۲۸۳	Corporate opacity
۰/۰۰۰	۰/۰۸۳	۰/۳۶۳	-۰/۰۰۲	۰/۳۳۲	-۰/۰۰۸	۰/۱۳۴	-۰/۰۷۶	Family * Ownership wedge
۰/۱۸۴	-۰/۰۳۵	۰/۵۳۸۸	-۰/۰۶۳۰	۰/۵۳۰۲	۰/۳۳۴۷	۰/۰۰۱	-۰/۱۹۱	Family * Corporate opacity
۰/۱۱۱	۰/۶۴۷	۰/۷۳	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۵۱۶	۰/۴۸۲	-۰/۳۵۴	Size
۰/۰۰۰	۱/۲۸	۰/۰۰۰	-۰/۱۴۰	۰/۰۰۰	-۰/۳۶۱	۰/۰۰۰	-۰/۴۲۳	ROA
۰/۰۰۰	۰/۲۲	۰/۰۴	-۰/۹۰۹	۰/۰۳۵	-۰/۰۶۸	۰/۰۰۰	۰/۱۱۳	LEV
۰/۰۰۰	۰/۰۷	۰/۰۳	۰/۲۴۵	۰/۳۷۱	۰/۲۲۷	۰/۰۷	-۰/۶۶۷	Concentrated ownership
۰/۰۹۰	-۰/۰۴	۰/۰۰۰	۰/۰۱۶	۰/۰۱۰	-۱/۲۹۰	۰/۰۹	-۰/۱۰۳	Negative EPS
۰/۰۰۰	-۰/۰۴۶	۰/۰۰۰	۰/۱۵۳	۰/۳۳۷	۰/۱۴۵	۰/۰۰۰	۰/۲۷۴	Outside directors
۰/۰۷۱	-۰/۰۵۳	۰/۰۷	-۰/۳۱۷	۰/۰۰۴	-۰/۱۵۰	۰/۰۰۰	۰/۴۰۵	$\beta$
کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		اثرات زمان
کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		اثرات صنعت
۰/۳۱۵		۰/۲۶۹		۰/۳۵۸		۰/۳۶۲		ضریب تعیین
۲/۲۹۹		۲/۵۶۵		۲/۷۸۷		۲/۶۲۱		آماره F
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۱		مقدار احتمال

ضریب متغیرهای اثرات تعاملی شکاف سهامداران کنترلی و مالکیت خانوادگی و اثرات تعاملی عدم شفافیت و مالکیت خانوادگی تأثیر افزایشی ریسک سلب مالکیت را بر واکنش‌های بازار به تجدید ارائه شرکت‌های خانوادگی نشان می‌دهد. ضرایب متغیرهای اثرات تعاملی علامتی مشابه ضرایب مربوط به مالکیت خانوادگی مستقل دارند، یعنی زمانی که بازده غیرعادی تجمعی متغیر وابسته است، علامت

ضرب منفی و زمانی که واریانس بازده غیرعادی، حجم معاملات غیرعادی و شکاف غیرعادی قیمت متغیر وابسته است، علامت ضرب مثبت است. این نتایج نشان می‌دهد که با افزایش ریسک سلب مالکیت، واکنش‌های قوی‌تر بازار به تجدید ارائه‌های شرکت‌های خانوادگی حتی بیشتر می‌شود. به‌طور کلی، یافته‌های جدول ۹، ۱۰ و ۱۱ نشان می‌دهد با افزایش ریسک سلب مالکیت توسط سهامداران کنترل‌کننده، سرمایه‌گذاران حتی نگرانی بیشتری در مورد کنترل اعتبار سهامداران، مشکلات نمایندگی و عدم اطمینان پس از تجدید ارائه دارند. این امر تأثیر مالکیت خانوادگی بر واکنش‌های بازار به اعلامیه‌های تجدید ارائه را بیشتر می‌کند؛ لذا فرضیه سوم تأیید می‌شود.

جدول ۱۱. مالکیت خانوادگی و واکنش بازار به اعلام تجدید ارائه در پنجره  $[-۳، +۳]$

شکاف غیرعادی قیمت		حجم معاملات غیرعادی		واریانس بازده غیرعادی		بازده غیرعادی تجمعی		
احتمال	ضرب	احتمال	ضرب	احتمال	ضرب	احتمال	ضرب	متغیر
۰/۰۰۰	۰/۱۳۴	۰/۲۷۰	۰/۴۵۸	۰/۰۰۰	۰/۳۲۳	۰/۰۰۰	۰/۰۴۶	Family
۰/۰۰۰	۰/۰۴۹	۰/۰۰۰	۰/۸۳۹	۰/۰۰۰	-۶/۳۱۷۶	۰/۰۰۰	۰/۵۳۱	Ownership wedge
۰/۰۰۱	-۰/۰۵۲	۰/۰۱۹	۰/۰۱۴	۰/۰۰۱	۰/۷۳۷	۰/۰۷۲	-۰/۰۷۸	Corporate opacity
۰/۰۰۱	-۰/۲۰۷	۰/۰۰۰	۰/۰۸۸	۰/۲۴۱	۰/۰۸۶	۰/۰۰۰	۰/۳۳۷	Family * Ownership wedge
۰/۰۰۱	۰/۵۶۷	۰/۰۷۱	۰/۰۳۳	۰/۰۰۰	۱۵/۹۶۶	۰/۸۴۱	-۰/۰۰۵	Family * Corporate opacity
۰/۰۰۳	۰/۱۰۹	۰/۰۰۰	-۰/۴۲۹	۰/۰۰۰	۵/۵۰۸	۰/۰۰۰	-۰/۳۵۷	Size
۰/۲۷۲	۰/۱۱۲	۰/۰۳۸	-۰/۲۷۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۵۵	۰/۰۷۰	-۰/۰۴۴	ROA
۰/۰۲۰	۰/۰۷۰	۰/۰۰۳	-۰/۵۷۵	۰/۰۰۰	۰/۳۳۷	۰/۱۰۷	-۰/۰۱۷	LEV
۰/۳۵۲	-۰/۲۲۳	۰/۰۷۹	۰/۰۶۸	۰/۰۵۷	۰/۰۹۶	۰/۰۰۱	۰/۲۲۸	Concentrated ownership
۰/۱۹۰	-۰/۰۹۴	۰/۰۰۰	۱/۴۷۴	۰/۰۳۲	۰/۰۶۱	۰/۲۲۶	-۰/۰۰۲	Negative EPS
۰/۲۲۸	-۰/۰۵۰	۰/۰۴۹	۰/۰۷۶	۰/۳۹۵	-۰/۰۴۳	۰/۰۰۰	-۰/۲۴۶	Outside directors
۰/۰۰۰	-۰/۷۳۴	۰/۰۳۷	۱/۱۱۵	۰/۰۰۰	۱/۸۳۴	۰/۰۰۰	-۱/۰۵۵	$\beta$
کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		اثرات زمان
کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		اثرات صنعت
۰/۲۲۹		۰/۳۱۹		۰/۳۳۹		۰/۳۵۰		ضرب تعیین
۲/۰۳۸		۲/۸۳۰		۲/۴۸۲		۳/۴۶۱		آماره F
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۱		مقدار احتمال

## بحث و نتیجه‌گیری

ادبیات تجربی نشان می‌دهد شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی با برخی از رسوایی‌های حسابداری پرمخاطب در سراسر جهان مرتبط هستند (به عنوان آدلفیا در ایالات متحده، پارمالات در

ایتالیا و بین گوانگ شیا در چین). این موضوع به طور طبیعی دو سؤال اساسی را مطرح می‌کند. آیا شرکت‌های خانوادگی در واقع احتمال بیشتری دارد که اطلاعات حسابداری با کیفیت پایین نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی ارائه کنند؟ آیا کنترل خانوادگی بر واکنش سرمایه‌گذاران به افشای کیفیت پایین یا بدتر شدن کیفیت اطلاعات حسابداری تأثیر می‌گذارد؟ این پرسش‌ها به دلیل افزایش نگرانی‌ها در میان تهیه‌کنندگان و سایر فعالان بازار در مورد انتشار گسترده و فزاینده بی‌نظمی‌های حسابداری و همچنین این واقعیت که شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی یکی از رایج‌ترین اشکال سازمان‌دهی در سراسر جهان هستند، مهم هستند. اگرچه سؤال اول علاقه علمی فزاینده‌ای را به خود جلب کرده است؛ اما سؤال دوم تاکنون عمدتاً توسط پژوهشگران نادیده گرفته شده است؛ لذا در این پژوهش به بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر احتمال تحریف گزارش‌های مالی و واکنش سرمایه‌گذاران به تجدید ارائه‌های حسابداری پرداخته شده است.

یافته‌های پژوهش در رابطه با فرضیه اول، مقایسه شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی و غیرخانوادگی در تحریف اطلاعات حسابداری نشان داد، در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی، شرکت‌های خانوادگی به طور معناداری کمتر احتمال دارد گزارش‌های مالی خود را تحریف کنند، مطابق با این تصور که خانواده‌های کنترل‌کننده نسبت به سهامداران غیرخانوادگی نگرانی‌های بیشتری نسبت به شهرت دارند که به مالکان خانواده انگیزه بیشتری برای ارائه اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا می‌دهد. به بیانی دیگر، شرکت‌های خانوادگی با احتمال بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها درگیر فعالیت‌های ارائه اطلاعات نادرست می‌شوند. نتایج فرضیه اول پژوهش همسو با نتایج چن (۲۰۰۵)؛ کوفی (۲۰۰۵) اندرسون و همکاران (۲۰۰۹) است. این نتیجه نشان می‌دهد که رفتار مالکان خانوادگی در ایران نسبت به سایر کشورها متفاوت نیست و در شرکت‌های خانوادگی که اعضای خانواده بر شرکت کنترل دارند به دنبال منافع کوتاه‌مدت خود هستند و سعی می‌کنند استراتژی شرکت را طوری تعیین کنند که در کوتاه‌مدت بازده سرمایه‌گذاری خود را افزایش دهند. به خصوص در محیط اقتصادی ایران که میزان نوسان بازار به شدت بالا است، این موضوع نقش پررنگ‌تری پیدا می‌کند. به بیان دیگر، در محیط اقتصادی ایران به دلیل آن که میزان نوسان در بازار بالا است، مدیران خانوادگی سعی بر آن دارند تا از طریق تصمیماتی مانند دستکاری اطلاعات در راستای منافع خود، در بازه زمانی کوتاه‌مدت بازده مناسبی کسب کنند.

یافته‌های پژوهش در رابطه با فرضیه دوم، بررسی تأثیر عکس‌العمل بازار نسبت به تجدید ارائه‌های منتشره شده توسط شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی نشان داد، در یک پنجره کوتاه در اطراف اعلامیه‌های تجدید ارائه، پس از تجدید ارائه حسابداری، شرکت‌های تحت

کنترل خانوادگی واکنش‌های سرمایه‌گذار بسیار قوی‌تری را ایجاد می‌کنند که با بازده غیرعادی تجمعی منفی بیشتر (CAR)، واریانس بازده غیرعادی بزرگ‌تر (ARV)، حجم معاملات غیرعادی بزرگ‌تر (ATV) و قیمت پیشنهادی غیرعادی بالاتر (ABAS) اندازه‌گیری می‌شود. به بیانی دیگر، اثر تجدید ارانه صورت‌های مالی بر عکس‌العمل بازار در شرکت‌های خانوادگی قوی‌تر است. همچنین نتایج تأثیر عکس‌العمل بازار نسبت به تجدید ارانه شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی در یک پنجره طولانی‌تر (تا ۱۲۰ روز پس از اعلام تجدید ارانه) نشان داد شرکت‌های دارای تجدید ارانه خانوادگی در یک پنجره طولانی‌تر در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی عکس‌العمل بازار بیشتری را تجربه می‌کنند. این نتیجه حاکی از این است که سرمایه‌گذاران به تغییر در اطلاعات منتشر شده پیشین در شرکت‌های خانوادگی حساسیت بیشتری نشان می‌دهند. دلیل این موضوع نقشی است که مالکان خانوادگی در اداره شرکت‌ها ایفا می‌کنند. نتایج آزمون این فرضیه همسو با نتایج پژوهش باجو (۲۰۰۵)؛ دی فوند، هانگ و ترزوانت (۲۰۰۷) و پوزنر و همکاران (۲۰۱۵) است.

یافته‌های پژوهش در رابطه با فرضیه سوم، بررسی تأثیر ریسک سلب مالکیت توسط سهامدار کنترل‌کننده بر رابطه بین کنترل خانوادگی و واکنش‌های بازار نشان داد واکنش‌های قوی‌تر سرمایه‌گذاران به تجدید ارانه‌های شرکت‌های خانوادگی، زمانی که ریسک سلب مالکیت توسط سهامداران کنترل‌کننده بیشتر باشد، بارزتر است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که پس از اعلامیه‌های تجدید ارانه، سرمایه‌گذاران به سرعت دیدگاه‌های خود را در مورد کنترل نگرانی خانواده‌ها برای شهرت و ریسک سلب مالکیت مجدداً تعدیل می‌کنند. به طور خاص، تجدید ارانه، درک سرمایه‌گذاران از قابلیت اتکا اطلاعات حسابداری و در نهایت اعتبار خانواده‌های کنترل‌کننده را کاهش می‌دهد. در واقع، افزایش معنادار در واریانس بازده، حجم معاملات و شکاف قیمت عرضه و تقاضا در شرکت‌های تجدید ارانه‌کننده خانوادگی، هنوز ۱۲۰ روز پس از اعلامیه‌های تجدید ارانه قابل مشاهده است؛ اما این اثرات تجدید ارانه برای شرکت‌های تجدید ارانه‌کننده غیرخانوادگی در همان دوره وجود ندارد. این نتیجه با یافته‌های پژوهش ما و همکاران (۲۰۱۶) همخوانی دارد.

یافته‌های پژوهش دو مفهوم مهم در پی دارد. اول؛ در سطح شرکت این مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی باید با تلاش بیشتر نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی، کیفیت بالایی از گزارشگری مالی را ارتقا دهند تا از مجازات شدید تحمیل‌شده توسط بازار جلوگیری کنند. دوم؛ در سطح خط‌مشی، برای به حداکثر رساندن مزایای اطلاعات حسابداری

در کاهش اصطکاک‌های بازار و تسهیل توسعه بازار سهام انعطاف‌پذیر، تنظیم‌کنندگان باید اقداماتی را برای تشویق ارائه گزارش‌های معتبر توسط همه شرکت‌های بورسی و همچنین افزایش درک بازار از قابلیت اعتماد افراد داخلی شرکت‌ها اتخاذ کنند.

با توجه به نتایج پژوهش به حساب‌برسان توصیه می‌شود در رسیدگی‌ها شرکت‌ها، ساختار مالکیت خانوادگی را عامل مؤثری بر میزان دستکاری اطلاعات در نظر بگیرند. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود این یافته را لحاظ کنند و هنگام تصمیم‌گیری در مورد خرید و فروش سهام شرکت‌های خانوادگی جانب احتیاط را رعایت کنند. با توجه به این‌که اثر تجدید ارائه صورت‌های مالی بر عکس‌العمل بازار نسبت به تجدید ارائه صورت‌های مالی در شرکت‌های خانوادگی قوی‌تر است، به مدیران شرکت‌های خانوادگی پیشنهاد می‌شود با در پیش گرفتن سیاست‌هایی در زمینه ارائه اطلاعات از تجدید ارائه صورت‌های مالی در شرکت خود بکاهند؛ زیرا تجدید ارائه در این شرکت‌ها، عکس‌العمل منفی بیشتر بازار را در پی دارد. به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سازمان حسابرسی (به عنوان نهاد تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری و حسابرسی در ایران) پیشنهاد می‌شود با تدوین قوانینی از تجدید ارائه صورت‌های مالی بکاهند. به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود تأثیر عکس‌العمل بازار به تجدید ارائه صورت‌های مالی را با در نظر گرفتن سایر ساختارهای مالکیت (به عنوان نمونه، مالکیت نهادی در مقابل مالکیت غیرنهادی) مورد بررسی قرار دهند. به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود برای اندازه‌گیری عکس‌العمل بازار به تجدید ارائه صورت‌های مالی در خصوص بررسی مقایسه‌ای عکس‌العمل بازار به تجدید ارائه صورت‌های در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی از معیارها و مدل‌های دیگری استفاده کنند در ارتباط با محدودیت‌های پژوهش موسسه‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت جزء نمونه آماری پژوهش نیستند؛ لذا در تعمیم نتایج حاصل از پژوهش به کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید با احتیاط عمل شود. در این پژوهش اثرات ناشی از نوع صنعت در نظر گرفته نشده است، با توجه به شدت و ضعف روابط در صنایع مختلف باید به تأثیر صنایع مختلف در تفسیر نتایج توجه شود. همچنین به دلیل آن‌که در این پژوهش سطح اهمیت و مبلغ تجدید ارائه شده برای تمام شرکت‌ها یکسان در نظر گرفته شده است مسلماً این موضوع بر نتایج پژوهش اثرگذار خواهد بوده از این‌رو، در تعمیم نتایج حاصل از پژوهش به کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید با احتیاط عمل شود.

## منابع

- بهار مقدم، مهدی؛ دولت‌آبادی، مهدیه. (۱۳۹۱). بررسی مقایسه‌ای کیفیت سود گزارش شده با سود تجدید ارائه شده. فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۴(۱۴)، ۷۰-۵۲.
- ثقفی، علی؛ امیری، مقصود؛ کاظمی، حسین. (۱۳۹۰). مطالعه تجربی پیرامون محتوای اطلاعاتی سود متعاقب تجدید ارائه صورت‌های مالی. فصلنامه نظریه‌های نوین حسابداری، ۱(۱)، ۲۲-۱.
- جبارزاده کنگرلویی، سعی؛ رادی، یاسر. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر شفافیت شرکتی با تأکید بر اثر تعدیل‌گری ضعف کنترل‌های داخلی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۱(۱)، ۵۵-۸۰.
- شریعت‌پناهی، سیدمجید؛ کاظمی، حسین. (۱۳۸۹). تأثیر ارائه مجدد صورت‌های مالی بر محتوای اطلاعاتی سود. فصلنامه مطالعات حسابداری، ۲۶، ۲۸-۱.
- قائم‌ی، فاطمه؛ مرادی، زهرا؛ علوی، غلامحسین. (۱۳۹۹). تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر کنترل‌های داخلی و مدیریت سود. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲(۴۶)، ۲۵۹-۲۸۰.
- قدیریان آرانی، محمدحسین؛ خواجوی، شکراله. (۱۳۹۳). بررسی کیفیت سود شرکت‌های تجدید ارائه‌کننده صورت‌های مالی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۲)، ۱۲۹-۱۴۷.
- مهرآذین، علیرضا؛ قیدیان، بشیر؛ فروتن، امید؛ تقی‌پور، محمد. (۱۳۹۲). مالکیت خانوادگی، غیرخانوادگی شرکت‌ها و مدیریت سود. دانش حسابرسی، ۱۳(۱۴)، ۱۵۳-۱۷۱.
- کیقبادی، امیررضا؛ صدیق بهزادی، شادان؛ طهماسبی خورنه، سعید؛ سیف، سمیرا. (۱۳۹۷). تأثیر کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان پذیری بازده سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۴۰)، ۶۹-۸۸.
- نصیری، محمد؛ یغمائی علیشاه، ایوب. (۱۳۹۸). تأثیر تجدید ارائه صورت‌های مالی بر سیاست نگهداشت وجه نقد. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۹(۳)، ۱۲۳-۱۴۲.
- نمازی، محمد. (۱۳۸۴). بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت. پیشرفت‌های حسابداری، ۲، ۱۴۷-۱۶۴.
- نمازی، محمد؛ محمدی، محمد. (۱۳۸۹). بررسی کیفیت سود و بازده شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری، ۲، ۱۵۹-۱۹۴.
- نیک‌بخت، محمدرضا؛ رفیعی، افسانه. (۱۳۹۱). تدوین الگوی عوامل مؤثر بر تجدید ارائه صورت‌های مالی در ایران. دانش حسابداری، ۳(۹)، ۱۷۵-۲۰۶.
- هشی، عباس؛ علیخانی، حمید. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و مالکیت غیرخانوادگی بر عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۲۵، ۲۸-۴۱.

## References

- An, Y. H. (2009). The Effect of Corporate Governance on Earnings Quality: Evidence from Korea's Corporate Governance Reform. Ph.D. Dissertation, RMIT University.
- Anderson, K. L., & Yohn, T. L. (2002). The effect of 10K restatements on firm value, information asymmetries, and investors' reliance on earnings. *Information Asymmetries, and Investors' Reliance on Earnings (September 2002)*.
- Anderson, R. C. & Reeb, D. (2003). Founding family ownership and firm performance: Evidence from S&P 500. *Journal of Finance*, 58, 1301-1328.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R. & J. P. Weber (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economic*, 50, 179-234.
- Berrone, P., Cruz, C., Gómez-Mejía, L. R., & M. Larraza-Kintana. (2010). Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute less? *Administrative Science Quarterly*, 55(1), 82-113.
- Baharmoghadam, M., & Dolatabadi, M. (2012). The comparison between the quality of reported earnings and restated earnings. *Accounting and Auditing Research*, 4(14), 52-65. (In Persian)
- Bushman, R. & A. Smith (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Cao, Y., Myers, L. & T. Omer (2012). Does company reputation matter for financial reporting quality? Evidence from restatements. *Contemporary Accounting Research*, 29, 956-990.
- Cascino, S., Pugliese, A., Mussolino, D. & C. Sansone (2010). The influence of family ownership on the quality of accounting information. *Family Business Review*, 23, 246-265.
- Chen, S., Chen, X. & Q. Cheng (2008). Do family firms provide more or less voluntary disclosure? *Journal of Accounting Research*, 46, 499-536.
- Chen, S., Chen, X. & Q. Cheng (2014). Conservatism and equity ownership of the founding family. *European Accounting Review*, 23, 403-430.
- Chen, S., Xia, C., Cheng, Q. & A. Hutton (2008). Conservative Financial Reporting in Family Firm. <http://papers.ssrn.com/sol3>.
- Dechow, P., Ge, W. & C. Schrand (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economic*, 50, 344-401.
- DeFond, M. & J. Jiambalvo (1991). Incidence and circumstances of accounting errors. *Accounting Review*, 66, 643-655.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The journal of finance*, 59(2), 537-600.



- Firth, M., Rui, O. & W. Wu (2011). Cooking the books: recipes and costs of falsified financial statements in China. *Journal of Corporate Finance*, 17, 371–390.
- Ghadiryian Arani, M. H., & khajavi, S. (2014). Investigation of Restating Companies' Earnings Quality. *Empirical Research in Accounting*, 4(2), 129-147. (In Persian)
- Ghaemi, F., Moradi, Z., Alavi, Gh. (2020). The effect of audit committee characteristics on internal controls and earnings management. *Financial Accounting and Audit Research*, 12(46), 259-280. (In Persian)
- Gilson, R. J. (2007). Controlling family shareholders in developing countries: anchoring relational exchange. *Stanford Law Rev.* 60, 633–655.
- Graham, J., Li, S. & J. Qiu (2008). Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of Financial Economic*, 89, 44–61.
- Healy, P. M. & K. G. Palepu (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economic*, 31, 405–440.
- Heshi, A., & Alikhani, H. (2014). Investigating the relationship between family ownership and non-family ownership on the performance of companies in the Tehran Stock Exchange. *Accounting and auditing studies*, 25, 28-41. (In Persian)
- Hribar, P. & N. T. Jenkins (2004). The effect of accounting restatements on earnings revisions and the estimated cost of capital. *Review of Accounting Studies*, 9, 337–356.
- Jabbarzadeh Kangarluie, S., & Radi, Y. (2019). Investigating the Impact of Managerial Capacity on Corporate Transparency, Emphasizing the Moderation of Weaknesses in Internal Controls in Companies Acquired in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 11(1), 55-80. (In Persian)
- Jensen, M. C. & W. H. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Karpoff, J., Lee, S. & G. Martin (2008). The cost to firms of cooking the books. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 581–612.
- Kinney J. W. & L. McDaniel (1989). Characteristics of firms correcting previously reported quarterly earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 11, 71–93.
- Kiqbadi, A., Sediq Behzadi, Sh., Tahmasabi Khorne, S., Saif, S. (2017). The effect of information disclosure quality and information asymmetry on the volatility of stock returns using the system of simultaneous equations. *Financial Accounting and Audit Research*, 10(40), 69-88. (In Persian)
- Kravet, T. & T. Shevlin (2010). Accounting restatements and information risk. *Review of accounting Studies*, 15(2), 264-94.
- Kryzanowski, L. & Y. Zhang (2013). Financial restatements and Sarbanes–Oxley: impact on Canadian firm governance and management turnover. *Journal of Corporate Finance*, 21, 87–105.

- Ma, L., Ma, S. & G. Tian (2016). Family control, accounting misstatements, and market reactions to restatements: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 28, 1–27.
- Mande, V., Myungso, S. (2013). Do Financial Restatements Lead to Auditor Changes? *A Journal of Practice and Theory*, 32(2), 119–145.
- Mehrazin, A., Qobdian, B., Forotan, O., & Taghipour, M. (2012). Family ownership, non-family companies and profit management. *Audit Science*, 13(14), 153-171. (In Persian)
- Murphy, D. L., Shrieves, R. E. & S. L. Tibbs (2009). Understanding the penalties associated with corporate misconduct: an empirical examination of earnings and risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 55–83.
- Namazi, M. (2004). Examining the applications of agency theory in management accounting. *Advances in Accounting*, 2, 147-164. (In Persian)
- Namazi, M., & Mohammadi, M. (2009). Investigating the quality of profits and returns of family and non-family companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Advances in Accounting*, 2, 159-194. (In Persian)
- Nasiri, M., & Yaghmaei alishah, A. (2019). Accounting restatements and cash holding policy. *Empirical Research in Accounting*, 9(3), 123-142. (In Persian)
- Park, H., Chae, S., & M. Cho. (2016). Controlling Shareholders' Ownership Structure, Foreign Investors' Monitoring, and Investment Efficiency. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(3), 159-170.
- Palmrose, Z. V. & S. Scholz (2004). The circumstances and legal consequences of non-GAAP reporting: Evidence from restatements. *Contemporary Accounting Research*, 21(1), 139–180.
- Palmrose, Z., Richardson, V. & S. Scholz (2004). Determinants of market reactions to restatement announcements. *Journal of Accounting and Economic*, 37, 59–89.
- Pevzner, M., Xie, F. & X. Xin (2015). When firms talk, do investors listen? The role of trust in stock market reactions to corporate earnings announcements. *Journal of Financial Economics*, 117, 190–223.
- Richardson, S., Tuna, I. & M. Wu (2002). Predicting earnings management: The case of earnings restatement. *Working paper*, University of Pennsylvania, Pennsylvania, PA, Available at SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=338681](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=338681).
- Saedi, R., & Dastger, M. (2018). The Effect of Internal Control Weakness and Controlling Shareholders' Wedge on Investment Efficiency of Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 9(4), 17-38. (In Persian)
- Saghafi, A., Amiri, M., & Kazemi, H. (2011). An empirical study on the informational content of profit following the renewal of financial statements. *New Accounting Theory Quarterly*, 1(1), 1-22. (In Persian).
- Shariat-Panahi, S., & Kazemi, H. (2009). The effect of the financial statements of the information content of earnings. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 7(26), 1-36. (In Persian).

- Tong, Y. H. (2007). Financial Reporting Practices of Family Firms. *Advances in Accounting*, 23, 231-261.
- Wang, X., & M. Wu. (2011). The Quality of Financial Reporting in China: An Examination from an Accounting Restatement Perspective. *China Journal of Accounting Research*, 4(4), 167-196.
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44, 619-656.
- Wilson, W. M. (2008). An empirical analysis of the decline in the information content of earnings following restatement. *The Accounting Review*, 83(2), 519-548.

#### COPYRIGHTS



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