

## بررسی رابطه غیرخطی بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانوادگی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران

دکتر مجید مرادی

عضو هیات علمی گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو ساوه (نویسنده مسئول)

m.moradi@hnhk.ac.ir

دکتر فرزین خوشکار

مدرس گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو ساوه

f.khoskar@hnhk.ac.ir

مرتضی حسینی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو ساوه

Hoseinimorteza.73@gmail.com

### چکیده

با توجه به اینکه شرکتهای خانوادگی درصد قابل توجهی از بورس اوراق بهادار تهران را به خود اختصاص می‌دهد، در این تحقیق سعی شده است که ماهیت این واحدهای تجاری برای سرمایه گذاران آشکار شود تا آنها بتوانند در امر تصمیم‌گیری به منظور سرمایه‌گذاری‌های خود، تصمیمات معقول‌تری را اتخاذ نمایند. هدف از این پژوهش بررسی رابطه غیرخطی بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانوادگی سهام در شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به این منظور تعداد ۱۰۶ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰ از طریق روش هدفمند (سیستماتیک) بعنوان حجم نمونه تحقیق انتخاب گردید. برای تخمین مدل رگرسیونی با داده‌های تابلویی و برای تجزیه و تحلیل از رگرسیون چندگانه به روش پانل-دیتا استفاده شده است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود دارد و بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانودگی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود ندارد و رابطه مستقیم مطرح است.

**واژه‌های کلیدی:** تمرکز مالکیت، کنترل خانوادگی، اهرم مالی

### مقدمه

برای سالیان متمادی در گذشته، اقتصاددانان فرض می‌کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند. اما در ۳۰ سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است. این موارد به طور کلی، تحت عنوان تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت بیان می‌شود. طبق تعریف جنسن و مک لینگ: رابطه نمایندگی قراردادی است که براساس آن صاحب کار یا مالک، نماینده یا عامل را از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض می‌کند. در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و لذا به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار

می‌دهند (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷). اگرچه این فرض وجود دارد که هر دو طرف در رابطه بالا به دنبال حداکثر کردن منافع خود هستند ولی ممکن است نماینده همیشه در جهت حداکثر کردن منافع مالک عمل نکند. وجود تضاد منافع، موجب نگرانی مالکان (سهامداران) گردیده تا جایی که آن‌ها برای اطمینان از تخصیص بهینه منابع خود توسط مدیران، اقدام به بررسی و ارزیابی عملکرد مدیران می‌کنند. مالکان همواره به دنبال معیاری هستند که با استفاده از آن، عملکرد مدیران را به بهترین نحو ممکن ارزیابی نمایند. بر این اساس، وجود حاکمیت شرکتی مطلوب از آسیب‌پذیری بازارهای در حال توسعه از جمله بازار ایران در مقابل بحران‌های مالی می‌کاهد و بیش از هر چیز حیات سالم بنگاه اقتصادی را در درازمدت هدف قرار می‌دهد و به این خاطر درصدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان حفاظت به عمل آورد، از طرف دیگر، محصول نهایی فرآیند حسابداری، ارائه اطلاعات به استفاده‌کنندگان مختلف، اعم از استفاده‌کنندگان داخلی و استفاده‌کنندگان خارج از شرکت، در قالب گزارش‌های حسابداری می‌باشد (یزدانی و همکاران، ۱۳۹۵).

### بیان مسئله

اهرم زیاد به عنوان یکی از دلایلی تلقی می‌شود که باعث بروز بحران مالی جهانی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ و بحران بدهی اروپایی می‌شود. یک سؤال کلیدی که مطرح می‌شود این است که: چرا شرکت‌های خاص دارای بدهی می‌باشند، اما سایر شرکت‌ها سهام‌هایی را به منظور افزایش سرمایه و وجوه خود مورد استفاده قرار می‌دهند؟ این تحقیق با انگیزش پیشرفت‌های اخیر مقالات مربوط به تمرکز مالکیت و با توجه به موارد ثبت شده مطالعات قبلی صورت گرفته است؛ مطالعات قبلی بیان می‌دارد که تمرکز مالکیت با تصمیمات اهرم مالی در ارتباط می‌باشد (اصلان و کومار<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲؛ بانی آریفین و همکاران، ۲۰۱۰؛ برایلسفورد، ۲۰۰۲). رابطه‌ی بین تمرکز مالکیت و اهرم به صورت واضح می‌باشد، زیرا انحراف بین مالکیت و جریان نقد موجود در شرکت‌های بزرگ می‌تواند باعث شود تا نظارت‌های مدیریتی شرکت‌های بزرگ با مشکل روبه‌رو شود (دی میگوئل و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴).

امروزه تمرکز مالکیت شرکت شایع بوده و در شرکت‌های خانوادگی تمرکز یافته و به شدت نیز یافت می‌شود (کلاسنس<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۰). لاپورتا و همکاران<sup>۴</sup> (۱۹۹۹)، بیان داشتند که تمرکز مالکیت شرکت‌های موجود در ۲۷ کشور توسعه یافته بالا می‌باشد. کلاسنس و همکاران (۲۰۰۰)، دریافتند بیش از ۶۶ درصد شرکت‌های موجود در ۹ کشور آسیای شرقی توسط سهام‌داران بزرگ کنترل می‌شوند. تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که بین ساختار مالکیتی و اهرم، یک رابطه‌ی  $U$  شکل معکوس وجود دارد. به ویژه هر چه میزان تمرکز مالکیت بیشتر باشد، در نتیجه نسبت بدهی نیز بیشتر می‌شود. بنابراین سطح اهرم نیز پس از دستیابی به یک نقطه‌ی بهینه کاهش می‌یابد. زمانی که ریسک ورشکستگی بیشتر از مزایای ناشی از اهرم باشد، در نتیجه سطح اهرم نیز از طریق افزایش تمرکز مالکیت مورد کاهش قرار می‌گیرد. به علاوه تأمین مالی بدهی نشان می‌دهد که مسئله هزینه نمایندگی از طریق نقش نظارتی اعتباردهندگان کاهش می‌یابد، از این رو ارزیابی موضوعات مربوط به اهرم به عنوان امری الزامی می‌باشد. بنابراین، اگر اهرم مالی یک شرکت بسیار بالا باشد، ممکن است با هزینه‌های بالای ورشکستگی مواجه شود. سهام‌داران بزرگ ممکن است از بدهی‌ها به نفع خود استفاده کنند (پالیگوروا و ژو<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰). بنابراین سهام‌داران

<sup>1</sup> Aslan & Kumar

<sup>2</sup> De Miguel et al

<sup>3</sup> Claessens

<sup>4</sup> La Porta et al

<sup>5</sup> Paligorova & Xu

بزرگ ممکن است از صدور سهام‌های بزرگ برای حمایت از مالکیتی خود استفاده کنند، تا از طریق کنترل شرکت بتوانند یک سری مزیت‌هایی را بدست آورند. به ویژه مزایای خصوصی ممکن است با تصمیم‌های اهرمی در ارتباط باشد. اثبات شده است که کنترل خانوادگی به عنوان یک مکانیسم نظارتی تلقی می‌شود که می‌تواند باعث کاهش تضاد نمایندگی‌ها شود، به ویژه مسائل مربوط به هزینه بدهی نمایندگی (براث<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۵). اعضای شرکت‌های خانوادگی که تصمیم‌گیری‌های شرکت را هم ردیف تعهدات بلندمدتشان قرار می‌دهند (ویلالونگا و آمیت<sup>۷</sup>، ۲۰۰۶) و نیز ممکن است سطح بالایی از اهرم را مورد قبول قرار دهند تا از این طریق هزینه‌های مالی مربوط به رشد شرکت را تأمین کرده و به کنترل شرکت بپردازند (گونزالس و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۳)، و زمانی در معرض ریسک می‌باشند که ریسک ورشکستگی بیشتر از مزایای ناشی از اهرم باشد. یعنی شرکت‌هایی که توسط خانواده کنترل می‌شوند در مقایسه با شرکت‌های فاقد کنترل خانوادگی، فقط بر شرکت‌های خود تمرکز می‌کنند و جهت جلوگیری از ریسک‌های ورشکستگی نیز ممکن است دارای ریسک‌پذیری باشند. به علاوه، شرکت‌های دارای کنترل خانوادگی با داشتن بدهی نسبتاً کم ممکن است از نظارت‌های خارجی شامل اعتباردهندگان اجتناب کنند. جاگی<sup>۹</sup> و همکاران (۲۰۰۹)، اثبات می‌کنند که کنترل خانوادگی به عنوان یک عامل تعدیل‌کننده در مطالعات مربوط به استقلال هیئت مدیره و درآمد مدیریتی تلقی می‌شود و نشان می‌دهد که اعضای خانواده به عنوان عوامل مهمی برای نظارت تلقی می‌شوند. مکانیسم نظارتی در شرکت‌هایی که توسط خانواده کنترل می‌شوند نیز در مقایسه با سایر شرکت‌ها کارآمدتر می‌باشد (براث و همکاران، ۲۰۰۵). علاوه بر این، تمرکز مالکیت خانوادگی باعث ایجاد ریسک در این شرکت‌ها می‌شود. به عنوان مثال این شرکت‌ها علی‌رغم تأمین مالی بدهی‌ها، تمایل دارند تا بدهی کمتری را دارا باشند. بنابراین رابطه  $U$  شکل معکوس مربوط به تمرکز مالکیت و بدهی‌های موجود در شرکت‌های فاقد کنترل خانوادگی به صورت حداقل می‌باشد. بنابراین، تحقیق کنونی به بررسی اثرات غیر خطی می‌پردازد که تمرکز مالکیتی بر روی تصمیمات اهرم مالی در بورس اوراق بهادار تهران القا می‌کند، همچنین تاثیر تعدیل‌کننده کنترل خانوادگی بر اثرات دو جانبه‌ی تمرکز مالکیت اهرم را مورد ارزیابی قرار می‌دهد و به دنبال پاسخ این سوال هستیم که آیا بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانوادگی رابطه غیرخطی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران وجود دارد؟

## اهمیت و ضرورت پژوهش

عموماً هدف اصلی یک شرکت به حداکثر رساندن ثروت سهامداران می‌باشد. تصمیمات مالی مدیران نقش مهمی در رسیدن به این هدف دارد. عبارتی عملکرد بالا می‌تواند باعث افزایش ثروت سهامداران و در نهایت باعث افزایش ارزش کل شرکت شود. یکی از روش‌هایی که می‌تواند باعث افزایش عملکرد شود انتخاب ساختار بهینه سرمایه، عبارتی استفاده صحیح از ابزارهای تامین مالی می‌باشد. باتوجه به وجود تضاد منافع بین اعتباردهندگان و صاحبان سهام، بحران‌های مالی و نیز وام‌هایی که دارای ریسک‌های متفاوتی هستند هیچ راه یا روش دقیقی وجود ندارد که بتوان بدان وسیله نسبت مطلوبی از ساختار سرمایه (بدهی و حقوق صاحبان سهام) را تعیین کرد. در صورتی که بدهی از منبع ارزان تامین شود، استفاده از آن در ساختار سرمایه شرکت‌ها باعث افزایش بازدهی صاحبان سهام می‌شود و در صورتی که بازده سرمایه‌گذاری پایین‌تر از نرخ بدهی باشد استفاده از بدهی روش تامین مالی مطلوبی نخواهد بود.

<sup>6</sup> Barth

<sup>7</sup> Villalonga & Amit

<sup>8</sup> Gonzalez

<sup>9</sup> Jaggi

از طرفی اهرم مالی بیش از اندازه یکی از دلایلی است که، بحران جهانی ۲۰۰۸ تا ۲۰۰۹ و بحران بدهی اروپا را بوجود آورد. انگیزش این مطالعه از توسعه صورت گرفته در ادبیات تحقیق پیرامون تمرکز مالکیت نشات می گیرد؛ بنابر مستندات بدست آمده از مطالعات پیشین، تمرکز حق کنترل با تصمیمات اهرم مالی در ارتباط است. رابطه میان تمرکز حق کنترل و اهرم مالی مستقیم است چون انحراف میان حق کنترل و حق وجوه نقد در شرکت های بزرگ موجب مشکل شدن کار نظارت بر مدیران می شود (دو میگوئل و همکاران، ۲۰۰۴).

مالکیت متمرکز شرکتی امروزه متداول است و در شرکت های خانوادگی از تمرکز بالایی برخوردار است (کلاسنز و همکاران، ۲۰۰۰؛ لاپورتا و همکاران ۱۹۹۹). لاپورتا و همکاران (۱۹۹۹) گزارش دادند که تمرکز مالکیت شرکت ها در ۲۷ کشور توسعه یافته بالا است. کلاسنز و همکاران (۲۰۰۰) دریافتند که بیش از ۶۶ درصد از شرکت ها در نه کشور آسیایی توسط یک سهام دار بزرگ کنترل می شوند. مطالعات قبلی نشان داده است که رابطه غیرخطی  $U$  شکل وارون میان ساختار مالکیت و اهرم وجود دارد. خصوصاً هر چه تمرکز حق کنترل بیشتر باشد، نسبت بدهی به همان میزان بالاتر خواهد بود. با اینحال، سطح اهرم مالی پس از آنکه به نقطه بهینه برسد، کاهش می یابد. سطح اهرم مالی هنگامی که ریسک ورشستگی از مزایای اهرم مالی پیشی گیرد، با افزایش تمرکز حق کنترل، افت می کند. علاوه بر این، تامین مالی از طریق بدهی مشخص شده است که هزینه های نمایندگی را از طریق نقش نظارتی بستانکاران کاهش می دهد و در نتیجه بررسی مساله مرتبط با اهرم مالی را به یک باید بدل می کند. با اینحال، یک شرکت ممکن است در صورتیکه اهرم مالی اش بسیار بالا باشد، با هزینه ورشستگی روبرو شود. مضاف بر این، سهام داران بزرگ ممکن است از منابع تامین شده از راه بدهی برای منافع خود سوء استفاده کنند. از این رو، سهام داران بزرگ ممکن است برای حفاظت از حق کنترل خود و سودجویی شخصی از طریق کنترل شرکت، از انتشار سهام خودداری کنند. خصوصاً منافع شخصی می تواند با تصمیمات اهرم مالی در ارتباط باشد. ثابت شده است که کنترل خانوادگی می تواند یک مکانیسم نظارتی باشد که به کاهش تعارضات نمایندگی، خصوصاً هزینه نمایندگی بدهی، کمک می کند. علاوه بر این، اعضای خانواده که در تصمیم گیری برای تعهدات بلندمدت با یکدیگر همسویی دارند، ممکن است ترجیح دهند که برای تامین مالی رشد شرکتی شان و حفظ کنترل شان بر شرکت، سطح اهرم مالی خود را افزایش دهند، و زمانی که ریسک ورشستگی از مزایای اهرم مالی پیشی گیرد، ریسک گریز خواهند شد. یعنی، برخلاف شرکت های غیرخانوادگی، آندسته از شرکت های خانوادگی تمرکز خود را تنها بر شرکت خود معطوف می کنند ممکن است برای اجتناب از ورشستگی به ریسک گریزی روی آورند. علاوه بر این، شرکت های تحت کنترل خانواده ممکن است از طریق بدهی نسبتاً پایین، از نظارت خارجی نظیر بستانکاران اجتناب کنند. بنابراین اعتباردهندگان در اعطای اعتبار به عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت ها و نوع مالکیت و تمرکز مالکیت توجه می کنند تا در وصول مطالبات خود با ریسک کمتری مواجه گردند، سرمایه گذاران نیز به ساختار سرمایه و تمرکز مالکیت جهت بررسی بازده مورد انتظار، افزایش ثروت و عملکرد شرکت توجه می کنند.

### پیشینه داخلی

فخاری و فصیح (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تاثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مبتنی بر تئوری نمایندگی) پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آن ها نشان داد که مالکیت خانوادگی تأثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه شرکت های مورد بررسی دارد. همچنین رشد و سودآوری هم اثر تعدیل کننده ی مثبت و معنی داری بر رابطه ی بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه ی شرکت ها در بازار سرمایه ایران دارد.

محمدزاده کاردر و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهش خود به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد که متغیرهای مربوط به حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت و همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه ندارند درحالی‌که متغیرهای کنترلی سودآوری به طور معناداری رابطه منفی با ساختار سرمایه دارد.

اسدی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهش خود ارتباط بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های تحقیق بر این دلالت دارد که رابطه منفی و معنی‌داری بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت وجود دارد. با توجه به نتایج گرچه مشخص نیست ساختار سرمایه موجب ساختار مالکیت است یا برعکس، به نظر می‌رسد لازم است سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان هر دوساختار سرمایه و ساختار مالکیت را در زمان تصمیم‌گیری نسبت به سرمایه‌گذاری و اعتباردهی مد نظر قرار دهند.

### پیشینه خارجی

لو و همکاران (۲۰۱۶) در تحقیقی تحت عنوان رابطه غیرخطی بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش کنترل خانوادگی بدین نتیجه رسیدند که رابطه غیرخطی بین این متغیرها تایید شد و وجود کنترل خانوادگی ضعیف بوده است و بیانگر ثابت باقی ماندن این رابطه از طریق سایر آزمونها بوده است. همچنین نتایج نشان داد که ارتباط بدهی - مالکیت با حمایت ضعیفی از اقلیت سهامداران برخوردار است.

هانوو و شارما (۲۰۱۴) در مقاله خود به معرفی عوامل مهم و موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در هند پرداختند. ایشان در این مقاله به عواملی مانند سودآوری، رشد، دارایی مشهود، اندازه، هزینه بدهی، نرخ مالیات و ظرفیت بدهی پرداخته و تاثیر قابل توجه آنها را بر ساختار اهرم شرکت‌ها در هند مورد بررسی قرار دادند.

هیونگ و کبیر (۲۰۱۳) در مقاله خود تحت عنوان تأثیر ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه (شواهدی از شرکت‌های چینی) به بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های چینی پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه مثبت و معنادار می‌باشد.

زی هوا وی<sup>۱۰</sup> و همکاران (۲۰۱۱)، در پژوهشی که بر روی شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی داشتند به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی دارای پرداخت سود نقدی کمتری هستند و همچنین گرایش کمتری برای پرداخت سود سهام دارند.

مارکوس امپن برگر و همکاران (۲۰۰۹) طراحی ساختار سرمایه در شرکت‌های خانوادگی را مورد بررسی قرار دادند نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که در اقتصادهای تک محور ساختار سرمایه با نوع مالکیت ارتباط منفی دارد یعنی در شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی ارتباط منفی بین نوع مالکیت و اهرم وجود دارد.

نجار و تیلور (۲۰۰۸) در تحقیقی تحت عنوان رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و ساختار سرمایه برای نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اردن پرداختند. نتایج تحقیق ایشان حاکی از آن بود که بین ساختار سرمایه و سرمایه‌گذاران نهادی رابطه منفی و معنی‌داری وجود ندارد. علاوه بر این بر اساس یافته‌های

<sup>10</sup> Zi

آنان نقدینگی، اندازه و ساختار دارایی رابطه مثبت و معنی‌دار و سودآوری رابطه منفی و معنی‌دار با بدهی شرکت‌های اردنی دارد.

### اهداف پژوهش

- ✓ تعیین رابطه بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی
- ✓ تعیین رابطه بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانوادگی

### فرضیه‌های پژوهش

۱. بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه  $u$  شکل معکوس وجود دارد.
۲. بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانوادگی رابطه  $u$  شکل معکوس وجود دارد.

### مدل و متغیرهای پژوهش

برای بررسی فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون زیر که برگرفته از تحقیق لو و همکاران (۲۰۱۶) است استفاده می‌شود:

$$Debt\ Ratio_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ultimate\ Owners\ Control_{it} + \alpha_2 Ultimate\ Owners\ Control^2_{it} + \sum_k \beta_k Controls_{k,it} + \sum_k \gamma_k Year_{s,it} + \sum_u \lambda_u Industry_{u,it} + \varepsilon_{it}$$

$$Debt\ Ratio_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ultimate\ Owners\ Control_{it} + \alpha_2 Ultimate\ Owners\ Control^2_{it} + \alpha_3 Ultimate\ Owners\ Control_{it} \times Family\ Control_{it} + \alpha_4 Ultimate\ Owners\ Control^2_{it} \times Family\ Control_{it} + \alpha_5 Family\ Control_{it} + \sum_k \beta_k Controls_{k,it} + \sum_k \gamma_k Year_{s,it} + \sum_u \lambda_u Industry_{u,it} + \varepsilon_{it}$$

مدل اول به بررسی آزمون فرضیه اول و همچنین مدل دوم به بررسی آزمون فرضیه دوم می‌پردازد.

$Debt\ Ratio$  نسبت بدهی متغیر وابسته تبیین کننده اهرم مالی می‌باشد؛

$Owners\ Control$  شاخص کنترل مالکیت متغیر مستقل و تبیین کننده تمرکز مالکیت می‌باشد؛

و همچنین  $Family\ Control$  بعنوان متغیر میانجی کنترل خانوادگی می‌باشد.

متغیرهای کنترلی عبارتند از: اندازه هیات مدیره، استقلال هیات مدیره، بازده دارایی و اندازه شرکت.

## تعریف مفهومی متغیرها

**تمرکز مالکیت:** تمرکز مالکیت برابر با درصد سهام تحت تملک سهامداران عمده می‌باشد. منظور از سهامداران عمده، سهامدارانی است که بیش از پنج درصد سهام شرکت را در اختیار دارند. از توان دوم این متغیر برای محاسبه ارتباط غیر خطی (یو شکل یا یو شکل معکوس) استفاده می‌شود. با بررسی این متغیر، دو نوع ارتباط غیرخطی یو ( $U$ ) شکل و ارتباط یو شکل معکوس را می‌توان انتظار داشت. هنگامی ارتباط یو شکل به وجود می‌آید که در سطح پایین تر متغیر مستقل، اثرات منفی آن بر متغیر وابسته بیشتر از اثرات مثبت آن باشد؛ اما پس از رسیدن به سطح مشخصی، اثرات مثبت آن شروع به بیشتر شدن از اثرات منفی آن می‌کنند. ارتباط یو شکل معکوس نیز زمانی به وجود می‌آید که در سطح پایین تر متغیر مستقل، اثرات مثبت آن بر متغیر وابسته، بیشتر از اثرات منفی آن باشد و این ارتباط پس از رسیدن متغیر مستقل به نقطه‌ای مشخص، معکوس می‌گردد (یزدانی و همکاران، ۱۳۹۵).

**اهرم مالی:** نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها است (یزدانی و همکاران، ۱۳۹۵).

**کنترل خانوادگی:** اگر سهام شرکت خانوادگی باشد برابر با ۱، در غیر این صورت صفر است.

**شرکت‌های خانوادگی:** شرکت‌های خانوادگی شامل شرکت‌هایی می‌شوند که میزان زیادی از سهام آن‌ها در دست اعضای یک خانواده می‌باشد و این افراد نقش موثری در مدیریت و هیات مدیره شرکت دارند (حیدرپور و صحت برمچه، ۱۳۹۶).

## قلمرو پژوهش

قلمرو مکانی پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. قلمرو زمانی تحقیق را داده‌های مربوط به شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۹۰ به عضویت بورس اوراق بهادار تهران در آمده‌اند و تا پایان سال ۱۳۹۵ در بورس فعالیت داشته تشکیل داده‌اند. موضوع پژوهش حاضر در قلمرو حسابداری و در شاخه تخصصی مدیریت مالی می‌باشد.

## روش پژوهش

از آنجا که نتایج حاصل از پژوهش مورد استفاده بورس اوراق بهادار تهران خواهد بود، نوع تحقیق در پژوهش حاضر بر اساس هدف از نوع تحقیق کاربردی است و از آنجائی که در این پژوهش بررسی رابطه غیرخطی بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانوادگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود، مطالعه حاضر بر اساس ماهیت و روش از نوع توصیفی-همبستگی است.

## جامعه آماری

در تحقیق حاضر، با توجه به موضوع و کاربرد آن، جامعه مورد تحقیق این تحقیق، شامل شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است که به‌طور مستمر از سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵ در بورس فعال بوده‌اند.

## روش جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات

در جمع‌آوری داده‌های پژوهش از دو روش کتابخانه‌ای (اینترنت، کتب، مقالات، پایان‌نامه‌ها و گزارش‌های پژوهشی) و میدانی (ابزار گزارش‌های آماری و صورت‌های مالی شرکت‌های مورد بررسی) استفاده شده است. اطلاعات و داده‌های خام مورد نیاز

شرکت‌ها به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش از طریق نرم‌افزار ره آورد نوین و وب گاه *rdis.ir* در دسترس است جمع‌آوری گردید. جهت بررسی جنبه‌های مختلف تئوریک و نظری پژوهش، ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق پیرامون موضوع پژوهش، از روش مطالعه کتابخانه‌ای استفاده گردید. همچنین از روش مطالعه میدانی که شامل جمع‌آوری و بررسی گزارش‌های مالی و صورت‌های مالی شرکت‌های مورد بررسی می‌باشد نیز جهت جمع‌آوری داده‌های پژوهش برای تجزیه و تحلیل آماری فرضیه‌ها بهره‌گیری شده است. و همچنین داده‌های مورد نیاز از گزارشات سالیانه بانک‌ها، انتشارات، مجلات و سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به صورت سالیانه و مطالعات کتابخانه‌ای جمع‌آوری شده است.

### یافته‌های تحقیق

با توجه به اینکه از روش ترکیب داده‌های پانل برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده می‌کنیم، تعداد مشاهدات سال - شرکت بر اساس داده‌های ترکیبی متوازن، ۶۳۶ مشاهده بوده است. با توجه به آماره توصیفی، می‌توان شاخص‌های بالا را به شاخص‌های مرکزی و پراکندگی و سایر شاخص‌ها تقسیم نمود، که شاخص‌های مرکزی عبارت از شاخص میانگین و میانه، شاخص‌های پراکندگی عبارت از شاخص انحراف معیار و سایر شاخص‌ها عبارت از شاخص حداقل، حداکثر، چولگی و کشیدگی می‌باشد. که به طور خلاصه شاخص میانگین در زیر توضیح داده شده است. مثلاً میانگین اهرم مالی برابر با ۰/۶۲ و برای تمرکز مالکیت برابر ۰/۴۱ می‌باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در شرکت‌های نمونه

متغیر	علامت	میانگین	میانه	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف معیار
اهرم مالی	DEBT	۰/۶۲	۰/۶۳	۲/۳۱	۰/۱۱	۰/۲۴
تمرکز مالکیت	OWN	۰/۴۱	۰/۳۵	۰/۹۸	۰/۰۰۰۰	۰/۳۲
تمرکز مالکیت در کنترل خانوادگی	OWNFAMILY	۰/۱۴	۰/۰۰۰۰	۰/۹۸	۰/۰۰۰۰	۰/۲۷
تمرکز مالکیت به توان ۲	OWN2	۰/۲۷	۰/۱۲	۰/۹۷	۰/۰۰۰۰	۰/۳
تمرکز مالکیت به توان ۲ در کنترل خانوادگی	OWN2FAMILY	۰/۰۹	۰/۰۰۰۰	۰/۹۶	۰/۰۰۰۰	۰/۲۲
کنترل خانوادگی	FAMILY	۰/۳۵	۰/۰۰۰۰	۱	۰/۰۰۰۰	۰/۴۷
اندازه هیات مدیره	BOARDSIZE	۵/۰۶	۵	۷	۴	۰/۳۸
استقلال هیات مدیره	BIND	۰/۶۹	۰/۷۳	۱	۰/۰۰۰۰	۰/۱۸
بازده دارایی	ROA	۰/۱۲	۰/۱	۰/۶۷	-۰/۷۸	۰/۱۶
اندازه شرکت	SIZE	۱۳/۹	۱۳/۸۵	۱۹/۰۵	۱۰/۱۶	۱/۳

ماخذ: یافته‌های تحقیق



مطابق با جدول ۲ و فرضیات تدوین شده در سطح اطمینان ۹۵٪ بین تمرکز مالکیت با متغیر وابسته اهرم مالی رابطه  $u$  معکوس وجود دارد، که ضریب همبستگی خطی بین این متغیرها ۰,۲۹ است. هر قدر این ضریب به صفر نزدیک باشد، رابطه خطی ضعیف است و هر چه به ۱ و -۱ نزدیکتر باشد در حالت اول رابطه قوی مثبت و در حالت دوم رابطه قوی منفی است.

جدول (۲): ماتریس همبستگی پیرسون برای متغیرهای کمی تحقیق

متغیر	DEBT	OWN	OWNFAMILY	OWN2	OWN2FAMILY	FAMILY	BOARDSIZE	BIND	ROA	SIZE
DEBT	۱									
OWN	۰/۱۲	۱								
OWNFAMILY	-۰/۰۶	-۰/۴	۱							
OWN2	-۰/۲۹	۰/۹۶	۰/۳۸	۱						
OWN2FAMILY	۰/۳۴	۰/۴۵	۰/۹۶	۰/۴۶	۱					
FAMILY	-۰/۰۰۵	-۰/۰۰۶	۰/۷۲	-۰/۰۰۳	-۰/۵۹	۱				
BOARDSIZE	۰/۰۵	۰/۰۱	۰/۰۸	-۰/۰۰۱	۰/۰۷	-۰/۰۷	۱			
BIND	-۰/۰۵	-۰/۱	۰/۰۲	-۰/۱۱	-۰/۰۰۹	-۰/۰۹	-۰/۰۷	۱		
ROA	-۰/۶۶	-۰/۱۹	-۰/۰۵	-۰/۲	-۰/۰۵	-۰/۰۵	-۰/۱۴	-۰/۰۳	۱	
SIZE	-۰/۱۶	۰/۰۲	۰/۰۰۸	-۰/۰۱	-۰/۰۳	-۰/۰۴	-۰/۰۳	-۰/۰۵	-۰/۰۷	۱

ماخذ: یافته‌های تحقیق

### تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد نتایج حاصل از برآورد مدل‌های تحقیق مدل اول:

فرضیه‌ای که با استفاده از این مدل آزمون خواهند شد بصورت زیر می‌باشند:

$$Debt\ Ratio_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ultimate\ Owners\ Control_{it} + \alpha_2 Ultimate\ Owners\ Control_{it}^2 + \sum_k \beta_k Controls_{k,it} + \sum_k \gamma_k Year_{s,it} + \sum_u \lambda_u Industry_{u,it} + \varepsilon_{it}$$

۱- بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه  $u$  شکل معکوس وجود دارد.

جدول (۳): نتیجه آزمون مدل اول

سطح معنی داری		آماره $t$	مقدار ضریب	نام متغیر
رابطه دارد	۰/۰۰۰۰	۱۴/۸۲	۱/۳۲	$C$
رابطه ندارد.	۰/۱۴	۱/۴۶	-۰/۰۴	$OWN$
رابطه دارد	۰/۰۳	-۲/۳۴	-۰/۰۴	$OWN2$
رابطه ندارد.	۰/۹۶	۰/۰۴	۰/۰۰۰۱	$BOARDSIZE$
رابطه ندارد.	۰/۳۵	-۰/۹۳	-۰/۰۱	$BIND$
رابطه دارد	۰/۰۰۰۰	-۳۸/۷۵	-۰/۷۵	$ROA$
رابطه دارد	۰/۰۰۰۰	-۷/۰۵	-۰/۰۴	$SIZE$
۱۱۳/۲۷	آماره $F$		۰/۹۵	ضریب تعیین
۰/۰۰۰۰	معنی داری ( $P$ -Value)		۰/۹۵	ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۶	آماره دوربین واتسون			

### بررسی تایید یا رد فرضیه

پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آن‌ها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق در جدول ۳ ارائه شده است. مقدار آماره  $F$  (۱۱۳/۲۷) نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می‌باشد. همانطور که در قسمت پایین جدول ۳ مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۹۵ درصد و ۹۵ درصد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۹۵ درصد از اهرم مالی مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین می‌شوند. در این جدول اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان دهنده میزان تاثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر تغییرات اهرم مالی مورد بررسی است.

در خصوص فرضیه پژوهش، فرضیه صفر و فرضیه مقابل بصورت زیر می‌باشد:

$H_0$ : بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود ندارد.

$H_1$ : بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود دارد.

مطابق با جدول ۳ سطح معنی داری بین دو متغیر برابر با ۰/۰۳ می‌باشد، که این مقدار کوچکتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۵٪) است همچنین قدرمطلق آماری تی که برابر ۲/۳۴ می‌باشد از ۱,۹۶ که معادل توزیع نرمال استاندارد ۰,۹۵ می‌باشد کوچکتر است؛ و با توجه به منفی بودن ضریب متغیر فرض معکوس بودن تایید می‌شود. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪، فرضیه صفر مبنی بر اینکه بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود ندارد، تایید نمی‌شود و فرضیه اصلی تایید می‌گردد.

## مدل دوم:

فرضیه‌ای که با استفاده از این مدل آزمون خواهند شد بصورت زیر می‌باشد:

$$\begin{aligned} Debt\ Ratio_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Ultimate\ Owners\ Control_{it} + \alpha_2 Ultimate\ Owners\ Control_{it} \\ & \times Family\ Control_{it} + \alpha_3 Ultimate\ Owners\ Control_{it}^2 \\ & + \alpha_4 Ultimate\ Owners\ Control_{it}^2 \times Family\ Control_{it} + \alpha_5 Family\ Control_{it} \\ & + \sum_k \beta_k Controls_{k,it} + \sum_k \gamma_k Year_{s,it} + \sum_u \lambda_u Industry_{u,it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانوادگی رابطه  $u$  شکل معکوس وجود دارد.

### جدول (۴): نتیجه آزمون مدل دوم

سطح معنی داری		آماره $t$	مقدار ضریب	نام متغیر
رابطه دارد.	۰/۰۰۰۰	۱۳/۵۲	۱/۲۸	<i>C</i>
رابطه ندارد.	۰/۰۸	۱/۷	-۰/۰۷	<i>OWN</i>
رابطه ندارد.	۰/۸۳	-۰/۲	-۰/۰۱	<i>OWNFAMILY</i>
رابطه دارد.	۰/۰۴	-۱/۹۸	-۰/۰۷	<i>OWN2</i>
رابطه دارد.	۰/۰۴	۲/۰۹	-۰/۰۴	<i>OWN2FAMILY</i>
رابطه ندارد.	۰/۲۲	-۱/۲۱	-۰/۰۱	<i>FAMILY</i>
رابطه ندارد.	۰/۸۴	۰/۱۸	۰/۰۰۰۹	<i>BOARDSIZE</i>
رابطه ندارد.	۰/۷	-۰/۳۸	-۰/۰۰۵	<i>BIND</i>
رابطه دارد.	۰/۰۰۰۰	-۴۰/۸۴	-۰/۷۶	<i>ROA</i>
رابطه دارد.	۰/۰۰۰۰	-۶/۳۲	-۰/۰۴	<i>SIZE</i>
۱۰/۱/۷۲	آماره $F$		۰/۹۵	ضریب تعیین
۰/۰۰۰۰	معنی داری ( $P$ -Value)		۰/۹۴	ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۶	آماره دوربین واتسون			

## بررسی تایید یا رد فرضیه

پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آن‌ها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق در جدول ۴ ارائه شده است. مقدار آماره  $F$  (۱۰/۱/۷۲) نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می‌باشد. همانطور که در قسمت پایین جدول ۴ مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۹۵ درصد و ۹۴ درصد. بنابراین،

می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۹۵ درصد از اهرم مالی مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین می‌شوند. در این جدول اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان دهنده میزان تاثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر تغییرات اهرم مالی مورد بررسی است.

در خصوص فرضیه پژوهش، فرضیه صفر و فرضیه مقابل بصورت زیر می‌باشد:

$H_0$ : بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانودگی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود ندارد.

$H_1$ : بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانودگی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود دارد.

مطابق با جدول ۴ سطح معنی‌داری بین دو متغیر برابر با ۰/۰۴ می‌باشد، که این مقدار کوچکتر از سطح معنی‌داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۵٪) است همچنین قدرمطلق آماره تی که برابر ۲/۰۹ می‌باشد از ۱,۹۶ که معادل توزیع نرمال استاندارد ۰,۹۵ می‌باشد بزرگتر است؛ اما با توجه به مثبت بودن ضریب متغیر فرض معکوس بودن تایید نمی‌گردد. بنابراین فرضیه صفر مبنی بر اینکه بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانودگی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود ندارد، تایید می‌شود و فرضیه اصلی تایید نمی‌گردد.

## بحث و نتیجه گیری تحقیق

بحث و نتیجه گیری فرضیه اول

بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود دارد.

نتایج بدست آمده از فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد که، بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود دارد. بنابراین فرضیه بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود دارد، تایید می‌شود. نتایج آزمون فرضیه اصلی اول بدین گونه تبیین می‌گردد این نتایج می‌تواند بیانگر این موضوع باشد که هنگامی که درصد قابل توجهی از سهام در اختیار شخص خاصی باشد نسبت به سایر سهامداران می‌تواند بیشتر بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر داشته باشد که این موضوع می‌تواند به دلیل عدم هماهنگی سهام‌داران خرد و عدم توافق میان آن‌ها در تصمیم‌گیری‌ها باشد. بنابراین تمرکز مالکیت منجر به کاهش نسبت بدهی در شرکت‌ها می‌گردد که نتایج آزمون فرضیه اول با یافته‌های پژوهشی هاندو و شارما (۲۰۱۴)، لو و همکاران (۲۰۱۶) و فخاری و فصیح (۱۳۹۵) مطابقت داشته و پشتیبانی می‌شود.

بحث و نتیجه گیری فرضیه دوم

بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانوادگی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود دارد.

نتایج بدست آمده از فرضیه دوم نشان می‌دهد که بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانوادگی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود ندارد و کنترل خانوادگی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه مثبتی ایجاد می‌کند، بنابراین فرضیه اصلی تایید نمی‌گردد. نتیجه آزمون فرضیه دوم بدین گونه تبیین می‌گردد که زمانی که کنترل خانوادگی به عنوان نقش میانجی وارد مدل می‌شود خانواده‌ها به منظور فرار از پرداخت مالیات، به تامین مالی از طریق افزایش بدهی می‌پردازند که این امر منجر به افزایش اهرم مالی می‌شوند. نتایج آزمون فرضیه دوم با یافته‌های پژوهشی لو و همکاران (۲۰۱۶) در تضاد و با فخاری و فصیح (۱۳۹۵) مطابقت داشته و پشتیبانی می‌شود.

## محدودیت‌های پژوهش

محدودیت‌هایی که در اجرای این پژوهش وجود داشته و در تعبیر و تفسیر نتایج پژوهش و قابلیت تعمیم آن بایستی مورد ملاحظه قرار گیرند به شرح زیر است. با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که سال مالی آنها پایان اسفند ماه است، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط انجام شود. این پژوهش متأثر از برخی عوامل کلان نظیر نرخ تورم، نرخ سود تسهیلات دریافتی و نرخ ارز می‌باشد که فرض شده اثر آن‌ها برای همه شرکت‌ها و مشاهدات یکسان است، در حالی که ممکن است چنین نباشد. بنابراین عواملی از این قبیل می‌تواند نتایج پژوهش حاضر را تحت تأثیر قرار دهد.

## پیشنهاد‌های پژوهش

### پیشنهاد‌های مبتنی بر فرضیه اول

بنابر فرضیه بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود دارد، پیشنهاد می‌شود: به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایر مراجع ذیربط پیشنهاد می‌شود در اجرای مکانیزم‌های نظام راهبری شرکت‌ها بر عدم تمرکز مالکیت شرکت‌ها نظارت لازم را مبذول نمایند. همچنین با توجه به اثر منفی مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به اهرم مالی، به سرمایه‌گذاران و سایر گروه‌های ذینفع پیشنهاد می‌شود در تصمیمات سرمایه‌گذاری و تامین مالی شرکت‌ها به مالکیت سرمایه‌گذاران عمده به عنوان ناظران آگاه بر فعالیت‌های مدیریت، توجه نمایند. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که سهام شرکت‌هایی با تمرکز بالای مالکیت را خریداری نمایند چون بازارهای پولی هم به این نوع از مالکیت‌ها اعتماد زیادی کرد و تسهیلات زیادی در اختیار آنها قرار می‌دهند.

### پیشنهاد‌ات مبتنی بر فرضیه دوم

بنا بر فرضیه بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانوادگی رابطه  $U$  شکل معکوس وجود دارد، پیشنهاد می‌شود: به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با ارائه شاخص‌های مرتبط با مالکیت خانوادگی و رتبه‌بندی شرکت‌های پذیرفته شده از نظر ساختار سرمایه در تخصیص بهینه سرمایه در بازار کمک نموده تا از این طریق موجب افزایش شفافیت محیط تصمیم‌گیری شود و به افراد برای تصمیم‌گیری درست‌تر کمک بنماید. به نهادهای قانون‌گذار از جمله سازمان حسابرسی و سازمان بورس پیشنهاد می‌گردد تا با الزام شرکت‌ها به افشاء بیشتر مالکیت خانوادگی و میزان آن موجب افزایش شفافیت گزارشگری و اتخاذ تصمیمات بهینه توسط سرمایه‌گذاران گردد.

### پیشنهاد‌هایی برای تحقیقات آتی

با توجه به تأثیر تمرکز مالکیت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها برای کاهش نسبت بدهی خود از لحاظ مالکیت متمرکزتر شوند.

تأثیر انواع دیگر مالکیت نظیر مالکیت مدیریتی و مالکیت دولتی و غیره بر اهرم مالی مورد بررسی قرار گیرد. بررسی مقایسه‌ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه‌های تفکیک شده بر اساس اندازه و درصد مالکیت خانوادگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به دو گروه بزرگ و کوچک.

## منابع

- ✓ اسدی، غلامحسین، محمدی، شاپور، خرم، اسماعیل، (۱۳۹۰)، رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت، دانش حسابداری، دوره ۲، شماره ۴، صص ۲۹-۴۸.
- ✓ اعتمادی، حسین، آذر، عادل، باباخانی، جعفر، (۱۳۸۸)، تاثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۵، صص ۸۵-۹۵.
- ✓ انواری رستمی، علی اصغر، تجویدی، الناز، جهانگرد، میثم، (۱۳۹۴)، تاثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه گذاری، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۵، شماره ۲، صص ۱۰۹-۱۳۰.
- ✓ بابایی رکیکی، محمدعلی، احمدوند، ژیللا، (۱۳۸۷)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران، تحقیقات مالی، شماره ۲۶، صص ۴۱-۶۰.
- ✓ حیدرپور، فرزانه، صحت برمچه، اعظم، (۱۳۹۶)، تاثیر کنترل خانوادگی و سرمایه گذاران نهادی بر جبران خدمات مدیر عامل، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال نهم، شماره ۳۵، صص ۱۳۵-۱۵۵.
- ✓ شیروانی، حامد، سروش یار، افسانه، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر تمرکز مالکیت در شرکت های خانوادگی و غیرخانوادگی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۷، شماره ۱، صص ۱۶۵-۱۸۴.
- ✓ صالحی، مهدی، بخشیان، عسل، داوطلب طوسی، فتانه، (۱۳۹۶)، تاثیر تمرکز مالکیت و درجه کنترل بر ارزش شرکت در صنعت بیمه، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۹، شماره ۳۳، صص ۲۹-۵۰.
- ✓ عبدالهی، مهین، مشایخ، شهناز، (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۴، صص ۷۱-۸۶.
- ✓ فخاری، حسین، فصیح، الهام، (۱۳۹۵)، تاثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مبنتی بر تئوری نمایندگی)، دانش سرمایه گذاری، دوره ۵، شماره ۲۰، صص ۱۴۵-۱۶۴.
- ✓ کریمی، فرزاد، فروغی، داریوش، نوروزی، محمد، مدینه، سیدمحسن، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر متغیرهای اقتصادی و حسابداری بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۱۴۱-۱۶۲.
- ✓ نمازی، محمد، کرمانی، احسان، (۱۳۸۷)، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۴، صص ۸۳-۱۰۰.
- ✓ هشی، عباس، علیخانی، حمید، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و مالکیت غیرخانوادگی بر عملکرد شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۵، صص ۲۸-۴۱.
- ✓ یزدانی، احمد، باباخانی، جعفر، بولو، قاسم، (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط غیرخطی میان ساختار مالکیت با انتشار به موقع اطلاعات سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، سال هفتم، شماره ۲۵، صص ۳۹-۵۷.
- ✓ Adler, P. S., and Seok-Woo Kwon. (2002). "Social Capital: Prospects For A New Concept." *The Academy of Management Review*, 27, 1.
- ✓ Agirre, E., Cer, D., Diab, M., Gonzalez-Agirre, A., & Guo, W. (2013), SEM 2013 shared task: Semantic textual similarity. In *Second Joint Conference on Lexical and Computational*

*Semantics (\*SEM), Volume 1: Proceedings of the Main Conference and the Shared Task: Semantic Textual Similarity (pp. 32-43).*

- ✓ Anderson, S. E. (2003). *The school district role in educational change: A review of the literature. International Centre for Educational Change.*
- ✓ Aslan, H., & Kumar, P. (2012). *Strategic ownership structure and the cost of debt. The Review of Financial Studies, 25(7), 2257-2299.*
- ✓ Bany-Ariffin, A. N., Nor, F. M., & McGowan Jr, C. B. (2010). *Pyramidal structure, firm capital structure exploitation and ultimate owners' dominance. International Review of Financial Analysis, 19(3), 151-164.*
- ✓ Barth, E., Gulbrandsen, T., & Schønea, P. (2005). *Family ownership and productivity: The role of owner-management. Journal of Corporate Finance, 11(1-2), 107-127.*
- ✓ Blanco-Mazagatos, V., de Quevedo-Puente, E., & Delgado-García, J. B. (2016). *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective. Journal of Family Business Strategy, 7(3), 167-177.*
- ✓ Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. (2002). *On the relation between ownership structure and capital structure. Accounting & Finance, 42(1), 1-26.*
- ✓ Campbell, J. C. (2002). *Health consequences of intimate partner violence. The lancet, 359(9314), 1331-1336.*
- ✓ Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). *The separation of ownership and control in East Asian corporations. Journal of financial Economics, 58(1-2), 81-112.*
- ✓ De Miguel, A., Pindado, J., & De La Torre, C. (2004). *Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. Strategic Management Journal, 25(12), 1199-1207.*
- ✓ Eliul and another. (2008). *Control motivation and capital structure decision: working paper available at SSRN: <http://ssrn.com>*
- ✓ Fama, E. F., & French, K. R. (2002). *The equity premium. The Journal of Finance, 57(2), 637-659.*
- ✓ Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). *Testing the pecking order theory of capital structure. Journal of financial economics, 67(2), 217-248.*
- ✓ González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. 2013. *Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. Journal of Business Research 66, 2308-2320.*
- ✓ Hamadi, M., & Heinen, A. (2015). *Firm performance when ownership is very concentrated: Evidence from a semiparametric panel. Journal of Empirical Finance, 34, 172-194.*
- ✓ Handoo, A., & Sharma, K. (2014). *A study on determinants of capital structure in India, IIMB Management Review 26: 170–182.*
- ✓ Jaggi, B., Leung, S., & Gul, F. (2009). *Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. Journal of Accounting and Public Policy, 28(4), 281-300.*
- ✓ Kohher, M., & Rahul, B. (2007). *Strategic Assets, Capital Structure, and Firm Performance. Journal of Financial and Strategic Decisions, 3, 23-36.*
- ✓ Kwon, S. S., Yin, Q. J., & Han, J. (2006). *The effect of differential accounting conservatism on the “over-valuation” of high-tech firms relative to low-tech firms. Review of Quantitative Finance and Accounting, 27(2), 143.*
- ✓ Lim, M., How, J., & Verhoeven, P. (2014). *Corporate ownership, corporate governance reform and timeliness of earnings: Malaysian evidence. Journal of Contemporary Accounting & Economics, 10(1), 32-45.*

- ✓ Lo, H. C., Ting, I. W. K., Kweh, Q. L., & Yang, M. J. (2016). *Nonlinear association between ownership concentration and leverage: The role of family control*. *International Review of Financial Analysis*, 46, 113-123.
- ✓ Markus.Ampen borger and other.(2009).*Capital Structure decisions in firms: empvical evidence from abank baseed Economy*
- ✓ Muller, G. W., Stirling, D. I., & Chen, R. S. C. (2001). *U.S. Patent No. 6,281,230*. Washington, DC: U.S. Patent and Trademark Office.
- ✓ Najhar ,B.,and Taylor, p.(2008).*The Relation ship between capital structure and owner ship structure, Managerial finance vol,12pp.919-933*
- ✓ Paligorova, T., & Xu, Z. (2012). *Complex ownership and capital structure*. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 701-716.
- ✓ Riahi-Belkaoui, A. (1993). *The information content of value added, earnings, and cash flow: US evidence*. *The International Journal of Accounting*, 28(1), 140-146.
- ✓ Sarin, S. (2000). *Quality assurance in engineering education: a comparison of EC-2000 and ISO-9000*. *Journal of Engineering Education*, 89(4), 495-501.
- ✓ Villalonga, B., & Amit, R. (2006). *How do family ownership, control and management affect firm value?.* *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.
- ✓ Wang, K. T., & Shailer, G. (2017). *Family ownership and financial performance relations in emerging markets*. *International Review of Economics & Finance*, 51, 82-98.
- ✓ Wang, Z. J., & Deng, X. L. (2006). *Corporate governance and financial distress: Evidence from Chinese listed companies*. *Chinese Economy*, 39(5), 5-27.
- ✓ Zi, G. (2011). *Asymmetric hydroamination/cyclization catalyzed by group 4 metal complexes with chiral biaryl-based ligands*. *Journal of Organometallic Chemistry*, 696(1), 68-75.