



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال پنجم / شماره بیستم / زمستان ۱۳۹۵

تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مبتنی بر تئوری نمایندگی)

حسین فخاری

دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه مازندران (مسئول مکاتبات)
h.fakhari@umz.ac.ir

الهام فصیح

کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه آزاد اسلامی ساری
Elham.fasihe@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۵/۱/۱۹ تاریخ پذیرش: ۹۵/۳/۵

چکیده

ارتباط بین نوع مالکیت و ساختار سرمایه از جمله موضوعهای بحث انگیز در امور مالی و حسابداری است. همچنین فراگیر شدن مالکیت خانوادگی در اقتصادهای نوظهور در سالهای اخیر مطالعه و پژوهش در این زمینه را ضروری می‌سازد. بر این اساس تحقیق حاضر در صدد است تا در ابتدا به مطالعه تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای تئوری نمایندگی پرداخته و سپس عوامل موثر بر این ارتباط را مورد بررسی قرار دهد. به منظور پاسخ گویی به سوالات فوق داده‌های مربوط به ۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ جمع‌آوری و به روش تحلیل ترکیبی داده‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که مالکیت خانوادگی تأثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌های مورد بررسی دارد. هم‌چنین رشد و سودآوری هم‌اثر تعدیل‌کننده‌ی مثبت و معنی‌داری بر رابطه‌ی بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران دارد.

واژه‌های کلیدی: مالکیت خانوادگی، ساختار سرمایه، تئوری نمایندگی، سودآوری، رشد، بورس اوراق بهادار تهران.

۱- مقدمه

در حالیکه اکثر مطالعات در امور مالی و حسابداری به ساختار سرمایه^۱ شرکت های سهامی عام بدون مالکیت خانوادگی^۲ مربوط می شوند ولی گسترش مالکیت خانوادگی و فراگیر شدن فعالیت آنها خصوصا در بازارهای سرمایه نوظهور زمینه تحقیقاتی جدیدی را فراهم آورده است. ضرورت این پژوهش از این جهت است که علاوه بر گسترش کسب و کار مبتنی بر مالکیت خانوادگی در سال های اخیر در این گونه شرکت ها بدلیل وجود هزینه های بالقوه نمایندگی از شیوه های متفاوت تامین مالی استفاده می شود. همچنین بدلیل شفافیت کم اطلاعات افشا شده در مورد ماهیت و مالکیت شرکت ها و به تبع عدم تشخیص و تفکیک شرکت های خانوادگی در بازار سرمایه ایران تحقیقات زیادی در مورد آنها انجام نگرفته است (مهرآذین و همکاران، ۱۳۹۲). بر این اساس تحقیق حاضر درصدد است تا به بررسی تاثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای تئوری نمایندگی^۳ و اینکه چه عواملی بر این رابطه تاثیر گذار است بپردازد. علی رغم تنوع عوامل موثر، در این تحقیق تنها به تاثیر دو عامل رشد^۴ و سودآوری^۵ بر این رابطه پرداخته می شود. انتظار می رود تحقیق حاضر بتواند علاوه بر تکمیل ادبیات نظری مربوط به مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه برای برنامه ریزان از جهت ایجاد شناخت نسبت به نقش و تاثیر مالکیت خانوادگی و روش های تامین مالی آنها مفید باشد.

لذا در ادامه پس از بیان مبانی نظری موضوع پژوهش و پیشینه تحقیق به فرضیه ها و یافته های پژوهش پرداخته و در انتها به بحث و نتیجه گیری در مورد موضوع پژوهش می پردازیم .

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۱-۲- مالکیت خانوادگی

عوامل بسیاری موجب برتری یک شرکت در مقایسه با شرکت های دیگر می شوند که مهمترین آنها ساختار مالکیت است که شانس شرکت را برای بهبود و حفظ ساختار سرمایه در آینده تحت تاثیر قرار میدهد. بیابانی و همکاران (۱۳۹۲) در بیانی ساده معتقدند که ساختار مالکیت بیان کننده این مطلب است که چه اشخاصی در تصمیمات عملیاتی و استراتژیکی شرکت تسلط و حکمرانی می کنند. در تعریف مالکیت خانوادگی ادبیات مالی نشان می دهد که شاخص های متفاوتی در کشور های مختلف برای مالکیت خانوادگی وجود دارد. برای مثال در سال ۲۰۱۰ مرکز تحلیلگران و انتشار دهندگان داده های مالی بورس آلمان شاخص های خانوادگی دکس پلاس^۶ را برای تعریف شرکت های خانوادگی ارائه نمود طبق بیانیه آنها شرکت های خانوادگی به شرکت هایی گفته میشود که دو شرط زیر را داشته باشد:

(۱) خانواده موسس حداقل ۲۵٪ سهام عادی را در اختیار داشته باشد

(۲) یکی از اعضای خانواده در هیات مدیره عضویت داشته و حداقل ۵ درصد از سهام عادی را در اختیار داشته باشد. (مهرآذین و همکاران، ۱۳۹۲).

در ایران نیز کمیته تدوین استانداردهای حسابداری شماره ۲۰ سرمایه‌گذاری در واحدهای تجاری وابسته (تجدید نظر شده، ۱۳۸۹) عنوان می‌کند، اگر واحد سرمایه‌گذار به طور مستقیم یا غیر مستقیم (برای مثال، از طریق واحدهای تجاری فرعی) حداقل ۲۰ درصد از حق رأی واحد سرمایه‌پذیر را در اختیار داشته باشد، فرض می‌شود که از نفوذ قابل ملاحظه‌ای برخوردار است، مگر اینکه نبود چنین نفوذی را بتوان به روشنی اثبات کرد. برعکس، اگر واحد سرمایه‌گذار به صورت مستقیم یا غیر مستقیم (برای مثال، از طریق واحدهای تجاری فرعی) کمتر از ۲۰ درصد حق رأی واحد سرمایه‌پذیر را در اختیار داشته باشد، فرض می‌شود که از نفوذ قابل ملاحظه‌ای برخوردار نیست، مگر اینکه وجود چنین نفوذی را بتوان به روشنی اثبات کرد. (کمیته تدوین استاندارد حسابداری، شماره ۲۰، تجدید نظر شده ۱۳۸۹).

بر اساس این استاندارد با توجه به اینکه در مورد شرکت های خانوادگی مالک بودن ۲۰ تا ۲۵ درصد از سهام شرکت، مبنای وجود مالکیت خانوادگی است می‌توان استدلال نمود زمانی که مالکیت خانوادگی به ۲۰ درصد از سهام شرکت برسند می‌تواند بر شرکت نفوذ و کنترل داشته باشند.

مه‌آذین معتقد است که شرکت‌های خانوادگی باید دو شرط زیر را داشته باشند:

- سهامدار حقیقی مالک حداقل ۲۰ درصد سهام عادی شرکت باشد یا
- یکی از اعضای هیأت مدیره، خود، به تنهایی مالک حداقل ۵ درصد سهام عادی و یا مجموع سهام عضو حقیقی هیأت مدیره و اعضای خانواده و فامیل وی، حداقل ۵ درصد مجموع سهام عادی شرکت باشد (مه‌آذین و همکاران، ۱۳۹۲).

علی‌رغم وجود این شرط برای تعیین شرکت های خانوادگی ونگ^۷ معتقد است که شرکت های خانوادگی شامل شرکت هایی میشوند که میزان زیادی از سهام آنها در دست اعضای یک خانواده می باشد و این افراد نقش موثری در مدیریت و هیات مدیره شرکت دارند (ونگ، ۲۰۰۶).

جاکارا باراتی^۸ (۲۰۰۹) در تعریف یک شرکت خانوادگی بیان میکند که تملک حداقل بیست درصد از سهام شرکت ضروری است در تعریف او از مالکیت خانوادگی شرکت های خانوادگی به شرکتی اطلاق می شود که یک شخص حقیقی به عنوان سهامدار، کنترل کننده شرکت باشد و به عبارت دیگر یک شخص آن قدر سهام جمع میکند تا مطمئن شود حداقل بیست درصد از سهام شرکت را در اختیار دارد.

نمازی معتقد است که شرکت های خانوادگی به شرکت هایی اطلاق میشود که حداقل بیست درصد از سهام آنها به صورت فردی یا گروهی در دست اعضای خانواده باشد و یا حداقل یکی از اعضای سببی یا نسبی خانواده عضو هیات مدیره و یا مدیر اجرایی بوده و به طور فعالی در هیات مدیره شرکت مشارکت داشته باشد و حداقل دو نسل از خانواده در کنترل شرکت نقش داشته باشند (نمازی و محمدی، ۱۳۸۹).

با توجه به مطالبی که ذکر شد در این پژوهش شرکت هایی خانوادگی محسوب شده که سهامدار حقیقی مالک حداقل ۲۰٪ از سهام عادی شرکت باشد و یا حداقل یکی از اعضای نسبی یا سببی خانواده عضو هیات مدیره و یا مدیر اجرایی بوده و به طور فعال در هیات مدیره شرکت، مشارکت داشته و در پست های مدیریتی و عملیاتی مشغول فعالیت باشد.

۲-۲- ساختار سرمایه

از زمان طرح عدم ارتباط بین سیاست های مالی و سرمایه گذاری مدیران و ارزش شرکت در سال ۱۹۵۸ تحقیقات زیادی در ادبیات مالی و حسابداری انجام شده است تا نشان دهد فرضیات مربوط به کامل بودن بازار و عقلایی بودن سرمایه گذاران در عمل مصداق نداشته و نگاهها در محیطی ناقص فعالیت می کنند. بر این اساس این سوال که ساختار مطلوب سرمایه چیست سوالی مهم و اساسی تلقی شده و تحقیقات زیادی در حسابداری و امور مالی به دنبال داشته است. تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه از مشکل ترین و چالش برانگیزترین مسائل پیش روی شرکت هاست اما در عین حال حیاتی ترین تصمیم در مورد ادامه بقای آنها است ساختار سرمایه واحد تجاری ترکیبی از انواع بدهی و حقوق صاحبان سهام آن است که در ترازنامه وجود دارد (هاندو و کاپیل^۹، ۲۰۱۴). ساختار سرمایه یکی از راه های پرورش عملیات و رشد شرکت در آینده با استفاده از ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام می باشد بدهی ها شامل بدهی کوتاه مدت و بدهی بلند مدت می باشند بدهی های بلند مدت شامل اوراق قرضه، وام بلند مدت و... می باشد. بدهی های کوتاه مدت شامل وام کوتاه مدت، و حساب های پرداختی و... می باشند. همچنین ساختار سرمایه شامل سهام عادی، سهام ممتاز و سود انباشته می باشد. در واقع می توان گفت ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام می باشد که به آن اهرم هم گفته می شود (هیونگ و کبیر^{۱۰}، ۲۰۱۳). آنتینیو^{۱۱} (۲۰۰۸) معتقد است که ساختار سرمایه شرکت ها تحت تاثیر نوع مالکیت شرکت، محیط اقتصادی و سیاسی و درجه حاکمیت شرکتی و سیستم مالیاتی و رابطه عرضه کننده و تقاضا کننده منابع و سطح حفاظت از سهامداران کشور هاست.

بر این اساس وجود تضاد منافع موجب میشود تا ساختار سرمایه بهینه شرکت ها با توجه به نوع مالکیت آنها متفاوت باشد به عبارتی طبق این دیدگاه شرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی بدلیل دارا بودن رابطه نمایندگی متفاوت دارای ساختار سرمایه متفاوت نیز خواهند بود.

۲-۳- تئوری نمایندگی

مطالعات نشان میدهد که بیشتر تحلیل ها بر مبنای دو رویکرد ایستا^{۱۲} و پویا^{۱۳} بوده است. (زیلیاس سراس کویر و دیگران^{۱۴}، ۲۰۱۱) تئوری توازن با رویکرد ایستا به این نکته اشاره دارد که انتخاب ساختار مناسب سرمایه حاصل بر آیند تحلیل هزینه و منفعت است در حالیکه تئوری سلسله مراتبی با رویکرد پویا به دنبال انتخاب سطح بهینه ساختار سرمایه است علی رغم این دو رویکرد نظریه پردازان دیگر نیز عوامل متفاوتی را به عنوان عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه مطرح کردند مثل تئوری ریسک گریزی و غیره (فاما^{۱۵}، ۱۹۸۳). در کنار این نظریه ها نظریه دیگری که به توجیه عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه پرداخته است تئوری نمایندگی است (مارکوس ام پن برگر^{۱۶}، ۲۰۰۹). شرکت ها از دیدگاه قانونی یک شخصیت حقوقی مستقل و جداگانه از مالکان آن محسوب می شوند، اما واتز^{۱۷} و زیمرمن^{۱۸} معتقدند که شرکت می تواند به عنوان مجموعه ای از قرار دادها میان طرف های مختلف تلقی شود. یکی از مهمترین این قراردادها، قرار داد میان مدیران و سهامداران شرکتهاست که دنبال جدایی مالکیت از مدیریت و بر پایه تئوری نمایندگی شکل می گیرد. در این قرارداد سهامداران، اداره امور

شرکت را به نمایندگان (مدیران) می سپارند و در مقابل حق پاسخ خواهی در خصوص عملکرد مدیران را برای خود حفظ می کنند. با این همه، در این قراردادها همواره این امکان وجود دارد که مدیران منافع شخصی خود را بر منافع سهامداران ترجیح دهند، که این امر موجب بروز تضاد منافع در روابط نمایندگی می گردد. از سویی دیگر، سهامداران برای آن که اطمینان یابند که مدیران در راستای منافع آنها عمل می کنند یا خیر، متحمل هزینه هایی می شوند که هزینه های نمایندگی نامیده می شود. (مقدم و مومنی یانسی، ۱۳۹۱).

هزینه های نمایندگی هم از جمله عوامل هستند که بر ساختار سرمایه تأثیر می گذارند در واقع می توان گفت هزینه های نمایندگی ناشی از تلاش سهامداران برای کنترل مدیران است که اغلب دارای هزینه سنگینی می باشد یکی از راه کارهای کنترل مدیران اخذ قراردادهای پاداش مدیران می باشد که این قراردادها (صریح یا ضمنی) بین مدیر و سهامدار منعقد می گردد تا منافع دو گروه را هماهنگ نماید. نظریه نمایندگی نشان می دهد که ساختار سرمایه و ساختار مالکیت مطلوب می تواند هزینه نمایندگی را کاهش دهد همچنین بیان می کند که رابطه ای بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت وجود دارد. (اسدی و دوستان، ۱۳۹۰). در همین رابطه مارکوس معتقد است که نوع مالکیت یکی از عوامل موثر بر ساختار سرمایه است و نوع مالکیت هزینه نمایندگی متفاوتی را برای شرکت ها به دنبال دارد. (مارکوس ام پن برگر، ۲۰۰۹).

مطابق با تئوری نمایندگی انتظار میرود که بین نوع مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه خصوصاً ترکیب بدهی و سرمایه ارتباط معنی دار وجود داشته باشد در همین رابطه مرور و بازنگری تحقیقات گذشته در خارج و داخل کشور می تواند مفید باشد.

۲-۴- پیشینه پژوهش

زهرآ پور زمانی و دوستان (۱۳۸۹) در مقاله ی خود تحت عنوان، بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به این نتایج دست یافتند که الگوی ساختار سرمایه عمدتاً تابع معکوس سودآوری و تابع مستقیم ریسک و اندازه شرکت می باشد و با دارایی قابل وثیقه و سپرمالیاتی غیر بدهی رابطه معناداری ندارد.

غلامحسین اسدی و دوستان (۱۳۹۰) در تحقیق خود ارتباط بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ را مورد بررسی قرار دادند یافته های تحقیق بر این دلالت دارد که رابطه منفی و معنی داری بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت وجود دارد. با توجه به نتایج گرچه مشخص نیست ساختار سرمایه موجود ساختار مالکیت است یا برعکس به نظر میرسد لازم است سرمایه گذاران و اعتباردهندگان هر دو ساختار سرمایه و ساختار مالکیت را در زمان تصمیم گیری نسبت به سرمایه گذاری و اعتباردهی مد نظر قرار دهند.

خدیجه محمدزاده کاردر و دوستان (۱۳۹۱) در پژوهش خود به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت با ساختار سرمایه شرکت های 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 در حالی که متغیرهای کنترلی سودآوری به طور معناداری رابطه منفی با ساختار سرمایه دارد.

میشرا و دیگران^{۱۹} (۱۹۹۹) در تحقیق خود به مطالعه بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه پرداختند نتایج این تحقیق حاکی از این بود که ارتباط منفی بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه وجود دارد. اندرسون و دیگران^{۲۰} (۲۰۰۳) در مقاله خود تحت عنوان تاسیس شرکت های خانوادگی و عملکرد شرکت به ارتباطی بین نوع مالکیت و ساختار سرمایه دست نیافتند.

الول و دیگران^{۲۱} (۲۰۰۸) در تحقیق به بررسی ارتباط بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه پرداختند یافته های تحقیق مبین ارتباط مثبت بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه می باشد.

نجار و تیلور^{۲۲} (۲۰۰۸) در تحقیقی تحت عنوان رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و ساختار سرمایه برای نمونه ای از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اردن پرداختند نتایج تحقیق ایشان حاکی از آن بود که بین ساختار سرمایه و سرمایه گذاران نهادی رابطه منفی و معنی داری وجود ندارد علاوه بر این بر اساس یافته های آنان نقدینگی، اندازه و ساختار دارایی رابطه مثبت و معنی دار و سودآوری رابطه منفی و معنی دار با بدهی شرکت های اردنی دارد. مارکوس امپن برگر و دیگران در (۲۰۰۹) طراحی ساختار سرمایه در شرکت های خانوادگی را به بررسی قرار دادند نیایج تحقیق آنها نشان داد که در اقتصاد های تک محور ساختار سرمایه با نوع مالکیت ارتباط منفی دارد یعنی در شرکت هایی با مالکیت خانوادگی ارتباط منفی بین نوع مالکیت و اهرم وجود دارد جوی پاتاگ^{۲۳} (۲۰۱۰) در مقاله ای تحت عنوان عوامل تعیین ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در هند به بررسی شش عامل در تصمیم گیری ساختار سرمایه شرکت های هندی در نمونه بیش از ۱۳۵ شرکت در محدوده زمانی ۲۰۰۹-۱۹۹۰ در شرکت های انتخاب شده در بورس اوراق بهادار بمبئی پرداخته و به این نتیجه رسیدند که عواملی مانند دارایی های ملموس، رشد، اندازه شرکت، ریسک کسب و کار، نقدینگی و سودآوری در ساختار سرمایه شرکت های هندی مهم می باشد. زی هوا وی^{۲۴} و همکاران (۲۰۱۱)، در پژوهشی که بر روی شرکتهای خانوادگی و شرکتهای غیر خانوادگی داشتند به این نتیجه رسیدند که شرکت های خانوادگی در مقایسه با شرکت های غیر خانوادگی دارای پرداخت سود نقدی کمتری هستند و همچنین گرایش کمتری برای پرداخت سود سهام دارند. هیونگ و کبیر (۲۰۱۳) در مقاله خود تحت عنوان تأثیر ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه (شواهدی از شرکت های چینی) به بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت های چینی پرداختند یافته های این پژوهش نشان می دهد که رابطه بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه مثبت و معنا دار می باشد. هاندو و شارما^{۲۵} (۲۰۱۴) در مقاله خود به معرفی عوامل مهم و موثر بر ساختار سرمایه شرکت ها در هند پرداختند. اینان 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 شرکت ها در هند مورد بررسی قرار دادند.

با توجه به مباحث مطرح شده فوق که گاهی دارای نتایج متضادی بودند و همچنین گسترش مالکیت خانوادگی در سطح جهان و ایران خصوصا پس از الزام به اجرائی کردن واگذاری شرکت ها طبق اصل ۴۴ قانون

اساسی و همچنین از آنجایی که تاکنون هیچ گونه تحقیقی مبتنی بر تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای تئوری نمایندگی صورت نگرفته در این مطالعه به آن پرداخته می شود.

۳- فرضیه های پژوهش

در این پژوهش، سه فرضیه مورد آزمون قرار گرفته است :

فرضیه اول : مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه دوم : رشد بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه اثر تعدیل کننده دارد.

فرضیه سوم : سودآوری بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه اثر تعدیل کننده دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

این تحقیق از نظر استدلال، قیاسی-استقرایی و از لحاظ روش گردآوری داده ها، توصیفی از نوع همبستگی-رگرسیونی مبتنی بر اطلاعات واقعی مندرج در صورت های مالی شرکت ها می باشد. همچنین از نظر هدف، تحقیقی کاربردی قلمداد می شود. هدف تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. متغیرهای مستقل برای شرکت های انتخابی در پایان دوره مالی محاسبه و در مدل رگرسیونی چند متغیره برای آزمون فرضیه ها قرار گرفته است.

جهت تعیین معنادار بودن رابطه متغیرهای مستقل با متغیر وابسته از آزمون t در سطح خطای ۵ درصد (۹۵ درصد اطمینان) استفاده شده است. همچنین برای تعیین درجه همبستگی متغیرهای مستقل با متغیرهای وابسته از ضریب تعیین R^2 استفاده شده و برای تعیین هم خطی از درجه همبستگی و درجه VIF بین متغیرهای تحقیق استفاده شده است. همچنین آزمون استقلال باقیمانده ها با استفاده از آماره دوربین و اتسون مورد ارزیابی قرار گرفته است و در نهایت همسانی واریانس بین داده ها مورد بررسی قرار گرفته است. جامعه آماری در این تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و برای انتخاب نمونه فیلترهای زیر اعمال شده است:

✓ تا قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

✓ پایان سال مالی آن ها ۲۹ اسفند ماه باشد.

✓ در دوره مورد بررسی، تغییر یا توقف در دوره مالی نداشته باشند. (د) حضور فعال در بورس بین

سال های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ داشته باشند. (ح) جزء بانک ها و موسسات مالی نباشند. زیرا ساختار مالی

این شرکت ها متفاوت است.

در نهایت پس از اعمال محدودیت های فوق، ۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره مورد بررسی به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند.

۵- متغیرهای پژوهش ونحوه اندازه‌گیری آن

برای آزمون فرضیه‌ها مدل‌های زیراستفاده شده است:

$$CS = \alpha_0 + \alpha_1 FO + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 \beta + \varepsilon_i \quad \text{فرضیه اول:}$$

$$CS = \alpha_0 + \alpha_1 FO + \alpha_2 GR + \alpha_3 FO \cdot GR + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 \beta + \varepsilon_i \quad \text{فرضیه دوم:}$$

$$CS = \alpha_0 + \alpha_1 FO + \alpha_2 Fi + \alpha_3 FO \cdot Fi + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 \beta + \varepsilon_i \quad \text{فرضیه سوم:}$$

در پژوهش حاضر متغیرهای تحقیق عبارتند از:

مالکیت خانوادگی

مالکیت خانوادگی با نماد (Fo) که به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. متغیر مذکور یک متغیر مستقل با مقدار صفر و یک (دامی) بوده که پس از مرتب‌سازی این متغیر بر اساس درصد مالکیت و تعیین میانه آنها برای شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی در بالای جدول عدد ۱ و برای شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی در پایین جدول عدد صفر در نظر گرفته شده است. در این تحقیق شرکت‌هایی خانوادگی محسوب شده که سهامدار حقیقی مالک حداقل ۲۰٪ از سهام عادی شرکت باشد و یا حداقل یکی از اعضای نسبی یا سببی خانواده عضو هیات مدیره و یا مدیر اجرایی بوده و به طور فعال در هیات مدیره شرکت، مشارکت داشته و در پست‌های مدیریتی و عملیاتی مشغول فعالیت باشد.

ساختار سرمایه

ساختار سرمایه با نماد (CS) که یک متغیر وابسته بوده و نشان‌دهنده ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام می‌باشد که به آن اهرم هم گفته می‌شود به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$CS = \text{ارزش دفتری دارایی کل} / \text{ارزش دفتری بدهی}$$

رشد و سودآوری شرکت

هم‌چنین متغیر تعدیل‌کننده در این تحقیق رشد و سودآوری می‌باشد که نحوه محاسبه آنها بدین صورت است: رشد نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۲).

بیانگر رشد شرکت می‌باشد که در این تحقیق منظور از رشد شرکت به رشد فروش شرکت گفته می‌شود.

GR

$$GROW = \text{فروش امسال} / (\text{فروش سال قبل} - \text{فروش امسال})$$

منظور از سودآوری شرکت مثبت بودن بیلان کاری یا به عبارت دیگر مزاد درآمد های شرکت نسبت به هزینه های آن است (وست^{۲۶}، ۱۹۹۹). در این تحقیق سودآوری شرکت رامیتوان به عنوان بازده سرمایه گذاری در نظر گرفت.

کل دارایی / سود عملیاتی = FI

اندازه شرکت و ریسک سیستماتیک

متغیر کنترل در این تحقیق اندازه شرکت و ریسک سیستماتیک میباشد که به این صورت محاسبه می شود: اندازه شرکت جمع دارایی های شرکت است که ملاک تشخیص بزرگ و کوچک بودن شرکت میباشد اندازه شرکت سهم صاحبان سرمایه از دارایی شرکت پس از کسر بدهی ها و مطالبات شرکت می باشد (کوالسکی^{۲۷}، ۲۰۰۷).

اندازه شرکت (SIZE): یکی از عوامل موثر بر سودآوری و ارزش شرکت هابه شمارمی آید که برای محاسبه آن از فرمول زیر استفاده شده است.

لگاریتم کل دارایی هر شرکت = Size

ریسک عبارت است از قرار گرفتن در معرض عواملی که تهدیدی در دستیابی خروجی های مورد انتظار یک پروژه است. ریسک سیستماتیک به ریسک عمومی بازار و غیر قابل کنترل آن گفته می شود این ریسک با تنوع سبد سرمایه گذاری از بین نمی رود (اسکندری و حسینی، ۱۳۸۱).

ریسک شرکت (β): منظور از ریسک، ریسک سیستماتیک شرکت به عنوان یکی از عوامل غیر قابل کنترل می باشد که می تواند بر ساختار سرمایه شرکت موثر باشد و برای محاسبه آن از شاخص بتابه عنوان یکی از شاخص های سنجش ریسک استفاده می کنند.

ضریب بتا برای یک سهم از رابطه زیر نیز قابل محاسبه است :

$$\beta_i = \frac{\text{COV}(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)}$$

r_i یک سهم و بازدهی یک سهم و نشان دهنده r_m نشان دهنده ی بازدهی بازار می باشد.

که بر اساس مدل بازار از کواریانس بین بازده سهم و بازده بازار بدست آمده است.

۶- یافته های پژوهش

نتایج آمار توصیفی در جدول شماره ۱ بر اساس داده های ترکیبی ۲۲ شرکت در ۵ سال در محدوده زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ نشان می دهد که انحراف معیار متغیر وابسته ۰,۲۲۶۶ می باشد که نشان دهنده پراکندگی و تنوع نوع فعالیت شرکت های نمونه می باشد. میانگین این متغیر نیز ۰,۵۹۳۲ می باشد میانه آن هم ۰,۶۰۳ می باشد. در بین متغیرها اندازه ی شرکت دارای بیشترین انحراف معیار است به عبارتی می توان نتیجه گیری کرد که

پراکندگی در آن بیشتر از سایر متغیرهاست. پس هرچه واریانس کمتر باشد تجانس و هماهنگی بین متغیرها بیشتر است. میانگین اندازه‌ی شرکت بیشتر از میانگین سایر متغیرهاست. چولگی معیاری از تقارن یا عدم تقارن تابع توزیع می‌باشد. کشیدگی نشان دهنده ارتفاع یک توزیع است و مقدار کشیدگی برای یک توزیع نرمال ۳ می‌باشد. در حالت کلی چنانچه چولگی و کشیدگی در بازه (۲-۲) نباشند داده‌ها از توزیع نرمال برخوردار نیستند. همان‌گونه که جدول شماره ۱ نشان می‌دهد، میانگین و میانه داده‌ها تقریباً به هم نزدیک بوده و انحراف معیار کمی دارند، بنابراین داده‌ها دارای توزیع نرمال می‌باشند.

جدول شماره ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
ساختار سرمایه	۱۱۰	۰,۵۹۳۲	۰,۶۰۳	۰,۲۲۶۶	۰,۲۳۵۸	۲,۰۵۸
لگاریتم اندازه شرکت	۱۱۰	۹,۴۶۴۸	۱۱,۴۳۳۴	۳,۶۰۲۱	-۰,۱۶۷	۱,۲۷۶۴
ریسک سیستماتیک	۱۱۰	۰,۰۴۵۷	۰,۰۵	۱,۰۳۶	-۲,۳۹۳۹	۱۹,۹۱۳
سودآوری	۱۱۰	۰,۱۳۴۶	۰,۱۲۰۱	۰,۱۰۴۷	-۰,۰۵۳۶	۶,۱۰۰۲
رشد	۱۱۰	۰,۱۰۳۱	۰,۱۳۱۴	۰,۳۵۹۷	-۱,۴۲۲۶	۱۶,۴۴۵۱

جهت مشخص کردن همبستگی متغیرهای مدل تحقیق از همبستگی پیرسون استفاده شده است که در جدول شماره ۲ نشان داده شده است هم چنان که از درجه همبستگی متغیرهای مدل معلوم است بین متغیرها همبستگی وجود دارد و همبستگی بین آنها از سطح خوبی برخوردار است. پس استفاده از رگرسیون مناسب می‌باشد.

جدول شماره ۲: همبستگی متغیرها

متغیر	ساختار سرمایه	اندازه شرکت	ریسک	سودآوری	رشد
ساختار سرمایه	۱	۰,۱۲	۰,۰۹	-۰,۱۵	۰,۰۵
اندازه شرکت	۰,۱۲	۱	۰,۱۴	-۰,۱۷	۰,۰۴
ریسک	۰,۰۹	۰,۱۴	۱	-۰,۰۷	۰,۰۲
سودآوری	-۰,۱۵	-۰,۱۷	-۰,۰۷	۱	۰,۱۹
رشد	۰,۰۵	۰,۰۴	۰,۰۲	۰,۱۹	۱

برای محاسبه آزمون فرضیه‌ها از روش زیر استفاده شده است که در ابتدا اعتبار آماری کل تحقیق با ضریب F تعیین می‌شود. که این ضریب برای هر کدام از مدل‌ها بدست آمده است که با توجه به سطح معنی‌داری این متغیر ($\text{sig} =$) و کوچکتر بودن آن از ($\alpha = 0.05$)، نشان دهنده این است که کل رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است. همچنین

با توجه به جداول مربوط به مدل رگرسیون هر کدام از فرضیه‌ها می‌توان با مشاهده ضریب تعیین تعدیل شده تعیین نمود که چه مقدار از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. اگر مقدار آماره دوربین واتسون بین ۱,۵ الی ۲,۵ باشد، می‌توان نتیجه گرفت که خود همبستگی وجود ندارد. از آزمون F تعمیم یافته (چاو) جهت تعیین استفاده از مدل داده‌های تلفیقی یا مدل اثرات ثابت استفاده شده است اگر $(\text{prob} \leq 0.05)$ باشد مدل اثر ثابت و در غیر این صورت مدل داده‌های تلفیقی مورد تأیید است نتایج آزمون چاو در جدول شماره ۳ آورده شده است

جدول شماره ۳: نتایج آزمون چاو

مدل	آماره F	درجه آزادی	معناداری	نتیجه	روش تأیید شده
مدل (۱)	۷,۰۷۶۳	(۲۱,۸۵)	۰,۰۰۰	رد H_0	تابلویی
مدل (۲)	۹,۲۱۶۶	(۲۱,۸۳)	۰,۰۰۰	رد H_0	تابلویی
مدل (۳)	۹,۷۳۱۳	(۲۱,۸۳)	۰,۰۰۰	رد H_0	تابلویی

از آنجایی که هر سه مدل با استفاده از الگوی داده‌های تابلویی برآورد می‌شود، روش‌های متفاوتی از قبیل روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی برای برآورد این مدل وجود دارد. جهت انتخاب هر یک از روش‌های مذکور، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود که (اگر $\text{prob} \leq 0.05$) باشد مدل اثر ثابت و در غیر این صورت مدل اثر تصادفی مورد تأیید است. نتایج حاصل از آزمون هاسمن در جدول شماره ۴ نشان داده شده است.

جدول شماره ۴: نتایج آزمون هاسمن

مدل	آماره کای دو	درجه آزادی	P-Value	نتیجه	روش انتخابی
مدل (۱)	۲,۰۴۷۵	۳	۰,۵۶۲۶	پذیرش H_0	اثرات تصادفی
مدل (۲)	۶,۹۳۵۴	۵	۰,۲۲۵۵	پذیرش H_0	اثرات تصادفی
مدل (۳)	۱۶,۵۱۲	۵	۰,۰۰۵۵	رد H_0	اثرات ثابت

طبق نتایج فرضیه اول این تحقیق به بررسی وجود تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه هادر جدول شماره ۵ نشان می‌دهد که مالکیت خانوادگی با سطح معنی‌داری (۰,۰۱۲) رابطه مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه دارند. ضریب آن ۰,۱۴۷ می‌باشد، یعنی هر یک واحد تغییر در مالکیت خانوادگی به میزان ۰,۱۴۷ واحد موجب تغییر در متغیر وابسته می‌شود. اندازه شرکت با سطح معنی‌داری (۰,۵۰۸۲) دارای رابطه مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه است، و ضریب آن ۰,۰۳۵ است. یعنی هر یک واحد تغییر در اندازه شرکت به میزان ۰,۰۳۵ واحد تغییر در متغیر وابسته ایجاد می‌کند. ریسک بتا با سطح معنی‌داری (۰,۸۷۲۴) دارای رابطه منفی و معنی‌داری با

ساختار سرمایه است، و ضریب آن $0,23-$ است. یعنی هر یک واحد تغییر در ریسک بتا به میزان $0,23-$ واحد تغییر در جهت عکس متغیر وابسته ایجاد میکند. لذا چون مقدار احتمال آماره F برابر $0,691$ است، پس می‌توان گفت که رگرسیون در سطح اطمینان 90% معنی دار می‌باشد. لذا مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت - های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنی‌داری دارد. همچنین نتایج مزبور با نتایج هیونگ و کبیر (۲۰۱۲) و و همکاران (۲۰۰۷) مطابقت دارد درحالی‌که با نتایج مارکوس امین برگر و دیگران (۲۰۰۹) تضاد دارد.

جدول شماره ۵: نتایج آزمون فرضیه اول

$\varepsilon_{it} + CS_{it} = a_0 + a_1 FO + a_2 SIZE + a_3 \beta$					
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری	تورم واریانس
مقدار ثابت	$0,473$	$0,0698$	$6,771$	$0,0000$	-
مالکیت خانوادگی	$0,147$	$0,0575$	$2,5547$	$0,012$	$1,036$
ریسک	$-0,023$	$0,0145$	$-0,1609$	$0,8724$	$1,024$
اندازه	$0,0025$	$0,0053$	$0,6638$	$0,5082$	$1,054$
ضریب تعیین	$0,06$		ضریب تعیین تعدیل شده	$0,03$	
آماره F	$2,4312$		آماره دوربین واتسون	$1,84$	
احتمال آماره F	$0,691$				

فرضیه دوم این تحقیق به بررسی اثر تعدیل‌کنندگی رشد بر مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه هادر جدول شماره ۶ نشان می‌دهد که مالکیت خانوادگی با سطح معنی‌داری ($0,273$) رابطه مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه در سطح تقریباً اطمینان 95% دارد. ضریب آن $0,1249$ می‌باشد، یعنی هر یک واحد تغییر در مالکیت خانوادگی به میزان $0,1249$ واحد موجب تغییر در جهت متغیر وابسته می‌شود. رشد شرکت با سطح معنی‌داری $0,0002$ دارای رابطه منفی و معنی‌داری با ساختار سرمایه در سطح اطمینان تقریباً 95% است، و ضریب آن $0,2477-$ است. یعنی هر یک واحد تغییر در رشد شرکت به میزان $0,2477-$ واحد موجب تغییر در جهت عکس متغیر وابسته می‌شود. اثر تعدیل‌کننده‌گی رشد با سطح معنی‌داری ($0,0007$) دارای رابطه مثبت و معنی‌داری بر مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه در سطح اطمینان 95% است، و ضریب آن $0,2861$ است. یعنی هر یک واحد تغییر در رشد به میزان $0,2861$ واحد موجب تغییر در متغیر وابسته می‌شود. اندازه شرکت با سطح معنی‌داری $0,6706$ دارای رابطه مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه در سطح اطمینان 90% است، و ضریب آن $0,0021$ است. یعنی هر یک واحد تغییر در اندازه شرکت به میزان $0,0021$ واحد موجب تغییر در متغیر وابسته می‌شود. ریسک بتا با سطح معنی‌داری $0,8431$ دارای رابطه مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه در سطح اطمینان 90% است، و ضریب آن $0,0026$ است. یعنی هر یک واحد تغییر در ریسک بتا به میزان $0,0026$ واحد موجب تغییر در متغیر وابسته می‌شود.

شود. لذا چون مقدار احتمال آماره F برابر $0,0009$ است، پس می توان گفت که رگرسیون در سطح اطمینان 95% معنی دار می باشد. لذا رشد بر رابطه ی بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر تعدیل کنندگی معناداری دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نیز با مطالعات محفوظ سلیم وراج یاداو^{۲۸} (۲۰۱۲) و جوی پاتاگ (۲۰۱۰) مطابقت دارد.

جدول شماره ۶: نتایج آزمون فرضیه دوم

$CS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FO + \alpha_2 GROW + \alpha_3 FO.GR + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 \beta + \varepsilon_{it}$					
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معنی داری	تورم واریانس
مقدار ثابت	۰,۵۰۰۶	۰,۰۶۷۴	۷,۴۲۳۱	۰,۰۰۰۰	-
مالکیت خانوادگی	۰,۱۲۴۹	۰,۰۵۵۸	۲,۲۳۹۳	۰,۰۲۷۳	۱,۱۰۴۱
رشد	-۰,۲۴۷۷	۰,۰۶۴۴	-۳,۸۴۶	۰,۰۰۰۲	۲,۵۰۷
DFA*GR	۰,۲۸۶۱	۰,۰۸۱۴	۳,۵۱۱۳	۰,۰۰۰۷	۲,۶۵۴۶
بتا	۰,۰۰۲۶	۰,۰۱۳۳	-۰,۱۹۸۳	۰,۸۴۳۱	۱,۰۲۴۶
اندازه	۰,۰۰۲۱	۰,۰۰۴۹	۰,۴۲۶۵	۰,۶۷۰۶	۱,۰۷۵۸
ضریب تعیین	۰,۱۷		ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۱۴	
آماره F	۴,۵۲		آماره دوربین واتسون	۱,۶۴	
احتمال آماره F	۰,۰۰۰۹				

فرضیه سوم این تحقیق به بررسی اثر تعدیل کنندگی سودآوری بر رابطه ی بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده پرداخته است نتایج طبق جدول شماره ۷ نشان می دهند که مالکیت خانوادگی با سطح معنی داری ($0,0073$) رابطه منفی و معنی داری با ساختار سرمایه در سطح اطمینان 95% دارند. ضریب آن $-0,3854$ می باشد، یعنی هر یک واحد تغییر در مالکیت خانوادگی به میزان $-0,3854$ واحد موجب تغییر در جهت عکس متغیر وابسته می شود سودآوری شرکت با سطح معنی داری $0,1358$ دارای رابطه منفی و معنی داری با ساختار سرمایه در سطح اطمینان 90% است، و ضریب آن $-0,5703$ است. یعنی هر یک واحد تغییر در سودآوری شرکت به میزان $-0,5703$ موجب تغییر در جهت عکس متغیر وابسته می شود. اثر تعدیل کننده سودآوری با سطح معنی داری ($0,0002$) دارای رابطه مثبت و معنی داری با مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه در سطح اطمینان 95% است، و ضریب آن $1,722$ است. یعنی هر یک واحد تغییر در متغیر تعدیل کننده سودآوری به میزان $1,722$ واحد موجب تغییر در جهت متغیر وابسته می شود. اندازه شرکت با سطح معنی داری ($0,3354$) دارای رابطه مثبت و معنی داری با ساختار سرمایه در سطح اطمینان 90% است، و ضریب آن $0,005$ است. یعنی هر یک واحد تغییر در اندازه شرکت به میزان $0,005$ واحد موجب تغییر در جهت متغیر وابسته می شود ریسک بتا با سطح معنی داری ($0,5037$) دارای رابطه مثبت و معنی داری با ساختار سرمایه در سطح اطمینان 90% است، و ضریب آن $0,009$ است. یعنی هر یک واحد تغییر در ریسک بتا به

میزان ۰,۰۰۹ واحد موجب تغییر در متغیر وابسته می‌شود. لذا چون مقدار احتمال آماره F برابر ۰,۰۰۰ است، پس می‌توان گفت که رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹٪ معنی دار می‌باشد. لذا سودآوری بر مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر تعدیل‌کنندگی معناداری دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با یافته‌های مک‌گوناگی^{۲۹} و همکاران (۲۰۱۲) و هاندو و شمارما (۲۰۱۴) مطابقت دارد.

جدول شماره ۷: نتایج آزمون فرضیه سوم

$CS_{it} = CS = a_0 + a_1 FO + a_2 Fi + a_3 FO.Fi + a_4 SIZE + a_5 \beta + \epsilon_{it}$					
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معنی داری	تورم واریانس
مقدار ثابت	۰,۷۲۳۹	۰,۱۰۰۲	۷,۲۲۰۶	۰,۰۰۷۳	-
مالکیت خانوادگی	-۰,۳۸۵۴	۰,۱۴۰۱	-۲,۷۵۱۳	۰,۰۰۷۳	۲,۹۷
سودآوری	-۰,۵۷۰۳	۰,۳۷۸۷	۱,۵۰۶	۰,۱۳۵۸	۲,۶۱
DFA*FI	۱,۷۲۲	۰,۴۴۰۴	۳,۹۱	۰,۰۰۰۲	۴,۰۸
بتا	۰,۰۰۹	۰,۰۱۳۴	۰,۶۷۱۶	۰,۵۰۳۷	۱,۰۲
اندازه	۰,۰۰۵	۰,۰۵۱	۰,۹۶۸۸	۰,۳۳۵۴	۱,۰۹
ضریب تعیین	۰,۷۵		ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۶۸	
آماره F	۱۰,۰۱		آماره دوربین واتسون	۲,۱۴	
احتمال آماره F	۰,۰۰۰۰				

۷- نتیجه‌گیری و بحث

اصلی‌ترین دغدغه شرکت‌های موجود در بازار بورس اوراق بهادار تهران، جذب سرمایه می‌باشد، از سوی دیگر دغدغه صاحبان سرمایه انتخاب بهترین شرکت برای سرمایه‌گذاری و تفکیک شرکت‌های موفق و ناموفق از یکدیگر می‌باشد از این رو شناخت شرکت‌ها و انتخاب آنها بسیار لازم و ضروری می‌باشد. در واقع اهمیت ساختار مالکیت در اداره امور شرکت‌ها و تعیین آن به عنوان یکی از عوامل مهم در تصمیم‌گیری شرکت می‌باشد از آنجائی که کسب و کار با مالکیت خانوادگی در سراسر جهان وجود دارد، علاقه مندی در خصوص مطالعه ویژگی‌های شرکت‌های خانوادگی بسیار در حال افزایش است شرکت‌هایی خانوادگی شرکت‌هایی هستند که یا حداقل ۲۰ درصد از سهام آنان به صورت فردی یا گروهی در دست اعضای خانواده باشد و یا حداقل یکی از اعضای نسبی یا سببی آنان عضو هیات مدیره یا مدیر اجرایی بوده و به طور فعال در هیات مدیره شرکت مشارکت داشته باشد و حداقل دو نسل از خانواده در کنترل شرکت نقش داشته باشند. (نمازی و محمدی، ۱۳۸۹). انتخاب ساختار سرمایه یکی از بزرگترین و اساسی‌ترین چارچوب مالی یک نهاد کسب و کار می‌باشد. ساختار سرمایه یکی از راه‌های پرورش عملیات و رشد شرکت در آینده با استفاده از ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام می‌باشد. (هیونگ و کبیر، ۲۰۱۳). هزینه نمایندگی هم از جمله عوامل موثر بر ساختار سرمایه می‌باشد که نشان دهنده این مطلب است که بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت رابطه‌ای وجود دارد (اسدی و همکاران، ۱۳۹۰). از این رو

شناخت شرکت های خانوادگی و تأثیر آن در ساختار سرمایه برای رشد و توسعه شرکت ها بسیار لازم و ضروری می باشد. با توجه به مطالب فوق اهداف تحقیق شامل موارد زیر می باشد:

- شناسایی تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- شناسایی تأثیر رشد در رابطه بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- شناسایی تأثیر سودآوری در رابطه بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

این تحقیق از نظر استدلال قیاسی - استقرایی و از لحاظ روش، تحقیقی توصیفی مبتنی بر اطلاعات واقعی مندرج در صورتهای مالی شرکتها می باشد، همچنین از نظر هدف، تحقیقی توسعه ای بوده و از نظر جمع آوری داده های تحقیق، توصیفی - رگرسیونی تلقی می شود. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کلیه شرکت های خانوادگی پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می باشند. نمونه آماری در این تحقیق از شرکت های خانوادگی پذیرفته شده در تابلوی اصلی بورس اوراق بهادار تهران بوده است که دارای ویژگی های زیر باشند:

- پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفندماه باشد.
 - تا پایان ۲۹ اسفند ماه ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ که یک دوره زمانی ۵ ساله است در بورس فعالیت داشته باشند
 - شرکت ها بنیستی سال مالی خود را در طی دوره مورد نظر تغییر داده باشند.
 - اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش در دوره زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ به طور کامل ارائه شده باشد.
 - وضعیت آنها از نظر خانوادگی (دارا بودن حداقل ۲۰ درصد سهام از سوی اعضای خانواده و یا عضویت آنان در هیئت مدیره) یا غیر خانوادگی بودن مشخص باشد.
 - جزءبانک ها و موسسات مالی نباشند زیرا ساختار مالی این شرکت ها متفاوت است.
- در این تحقیق از روش حذف سیستماتیک بر ای انتخاب نمونه استفاده شده است. از آنجایی که جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را شامل می گردد نمونه تحقیق تمامی صنایع باستثناء صنایع سرمایه گذاری و واسطه گری مالی و خدماتی را در بر می گیرد. صنایع سرمایه گذاری و واسطه گری مالی، بانکداری، موسسات اعتباری و خدماتی به خاطر ماهیت خاص فعالیتشان و نداشتن اطلاعات لازم جهت محاسبه برخی از متغیر های تحقیق از جامعه آماری حذف شده اند. با توجه به شرایط فوق شرکت های نمونه به ۲۲ شرکت از مجموعه شرکت های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۵ ساله رسیده است.

داده های به دست آمده از این شرکت ها به صورت داده های تابلویی خواهد بود. بدین صورت که متغیر های مستقل برای شرکت های انتخابی در پایان دوره مالی محاسبه و در مدل رگرسیون چند متغیره برای آزمون فرضیه ها مورد استفاده قرار می گیرد. جهت تعیین معنی دار بودن متغیر مستقل با متغیر وابسته از آزمون t

استفاده می‌گردد همچنین برای تعیین درجه همبستگی متغیرهای مستقل و وابسته از ضریب همبستگی R^2 استفاده شده است اطلاعات مورد نیاز از لوح فشرده شرکت تدبیر پرداز و نیز گزارشات انتشار یافته توسط سازمان بورس جمع آوری شده است همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار های اکسل^{۳۰} و ایوبوز^{۳۱} و استاتا^{۳۲} مبنی بر تحلیل داده های ترکیبی استفاده خواهد شد.

فرضیه اول این تحقیق به بررسی وجود تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که مالکیت خانوادگی رابطه مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه دارد. هم‌چنین اندازه شرکت دارای رابطه‌ی مثبت و معنی‌دار با ساختار سرمایه دارد ریسک بتا هم دارای رابطه‌ی منفی و معنی‌داری با ساختار سرمایه دارد لذا چون مقدار احتمال آماره F (طبق جدول شماره ۵) برابر $0,0691$ است، پس می‌توان گفت که رگرسیون در سطح اطمینان 90% معنی‌دار می‌باشد، لذا مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

فرضیه دوم این تحقیق به بررسی اثر تعدیل‌کنندگی رشد بر مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که مالکیت خانوادگی رابطه مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه دارد. هم‌چنین رشد شرکت دارای رابطه‌ی منفی و معنی‌داری با ساختار سرمایه دارد. اثر تعدیل‌کننده‌ی رشد دارای رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری بر مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه است. اندازه‌ی شرکت هم دارای رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه است. ریسک بتا دارای رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه است. لذا چون مقدار احتمال آماره F (طبق جدول شماره ۶) برابر $0,0009$ است، پس می‌توان گفت که رگرسیون در سطح اطمینان 95% معنی‌دار می‌باشد، لذا رشد بر رابطه‌ی بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر تعدیل‌کنندگی معناداری دارد.

فرضیه سوم این تحقیق به بررسی اثر تعدیل‌کنندگی سودآوری بر رابطه‌ی بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که مالکیت خانوادگی رابطه‌ی منفی و معنی‌داری با ساختار سرمایه دارد. سودآوری شرکت نیز دارای رابطه‌ی منفی و معنی‌داری با ساختار سرمایه دارد. اثر تعدیل‌کنندگی سودآوری دارای رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری با مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه دارد. هم‌چنین اندازه شرکت دارای رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه دارد. ریسک بتا هم دارای رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری با ساختار سرمایه دارد. لذا چون مقدار احتمال آماره F (طبق جدول شماره ۷) برابر $0,0000$ است، پس می‌توان گفت که رگرسیون در سطح اطمینان 95% معنی‌دار می‌باشد. لذا سودآوری بر مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر تعدیل‌کنندگی معناداری دارد.

در تحلیل نتایج مزبور می‌توان این‌گونه استنباط کرد که طبق فرضیه‌ها نظارت فعال مالکیت خانوادگی و حاکمیت شرکتی مناسب موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود که این نیز به نوبه خود منجر به افزایش

عملکرد و ارزش سهام شرکت می گردد که در نوع ارتباط ساختار سرمایه شرکت ها خود را نشان می دهد نکته جالب پژوهش حاضر در این است که اگرچه ارتباط بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه ناشی از بدهی ها مثبت می باشد ولیکن این ارتباط در تحقیقات انجام شده در بعضی از کشور ها منفی است که نشان دهنده ی نوع خاص ملاک های تامین مالی در کشور ماست بدین معنی که مالکیت خانوادگی باعث افزایش فرصت های تامین مالی می شود. لذا بر مبنای نتایج به دست آمده پژوهش برای اطمینان بیشتر به موضوع پژوهش می توان پیشنهاد هایی را برای پژوهش های آتی مطرح کرد :

- به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود با ارائه شاخص های مرتبط با مالکیت خانوادگی و رتبه بندی شرکت های پذیرفته شده از نظر ساختار سرمایه در تخصیص بهینه سرمایه در بازار کمک نموده تا از این طریق موجب افزایش شفافیت محیط تصمیم گیری شود و به افراد برای تصمیم گیری درست تر کمک بنماید.
- با توجه به یافته های این تحقیق به فعالان بازار سرمایه، تصمیم گیرندگان، تحلیلگران مالی و سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود تا در تحلیل طرح های سرمایه گذاری در دارایی های مالی و اوراق بهادار به تأثیر ساختار مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت که در این تحقیق بدان اشاره شد، توجه ویژه داشته باشند، چراکه لحاظ کردن این عوامل مهم منجر به انتخاب سبد سرمایه گذاری بهینه با کمترین مخاطره و بیشترین بازدهی می گردد، ضمن آنکه شفافیت محیط تصمیم گیری و نتایج حاصله را نیز دوچندان می نماید.
- به نهادهای قانون گذار از جمله سازمان حسابرسی و سازمان بورس پیشنهاد می گردد تا با الزام شرکت ها به افشاء بیشتر مالکیت خانوادگی و میزان آن موجب افزایش شفافیت گزارشگری و اتخاذ تصمیمات بهینه توسط سرمایه گذاران گردد.
- با توجه به یافته های این تحقیق که سودآوری و رشد هم جهت با متغیر مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه می باشد به سرمایه گذاران پیشنهاد می گردد که سهام شرکت هایی با مالکیت خانوادگی را خریداری نمایند چون بازار های پولی هم به این نوع از مالکیت ها اعتماد زیادی کرد و تسهیلات زیادی در اختیار آنها قرار می دهند.
- همین توجه لازم است نهادهای قانون گذار از جمله سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سازمان حسابرسی، جامعه حسابداران رسمی ایران و... به تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت ها توجه بیشتری نمایند. همچنین، پس از انجام این پژوهش پرسش های متعددی درباره ی موضوع تحقیق به ذهن خواننده متبادر می شود. این پرسش ها میتواند به شکل پرسش یا فرضیه زمینه پرسش های آینده قرار گیرد که برخی از آنها به شرح زیر می باشد:
- بررسی مقایسه ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه های تفکیک شده بر اساس اندازه و درصد مالکیت خانوادگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به دو گروه بزرگ و کوچک.

- بررسی مقایسه‌ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه‌های تفکیک شده بر اساس مراحل چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- بررسی تاثیر انواع مالکیت‌ها مانند تمرکز مالکیت، مالکیت دولتی، مالکیت مدیریتی بر ساختار سرمایه شرکتها
- انجام این تحقیق در صنایع دیگر و به دست آوردن نتایج متفاوت.

فهرست منابع

- * اسدی، غلامحسین و محمدی، شاهپور و خرم، اسماعیل (۱۳۹۰)، رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت، فصلنامه دانش حسابداری، شماره ۴ (دوره ۲)، ۴۸-۲۹.
- * اسکندری، آتوسا و حسینی، یعقوب (۱۳۸۱)، بررسی وضعیت ریسک سیستماتیک β شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی - پژوهشی، شماره ۵ (دوره ۷)، ۵۴-۲۹.
- * بیابانی، شاعرورزی کاظمی، ستاره (صغرا) (۱۳۹۲)، ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۲۸، ۲۰-۱۵.
- * پورزمانی، زهرا و جهان شاد، آزیتا و نعمتی، علی و فرهودی زارع، پروین (۱۳۸۹)، بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌ها، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۸ (دوره ۲)، ۴۶-۲۵.
- * چارلز پی، جونز (۱۳۸۲). مدیریت سرمایه‌گذاری، ترجمه رضا تهرانی، عسگر نوربخش. چاپ اول، انتشارات: نگاه دانش
- * محمد زاده کارد، خدیجه و خدادادی، ولی و واعظ، علی (۱۳۹۱)، بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش ملی حسابداری و مدیریت، نور دانشگاه آزاد اسلامی
- * مقدم، عبدالکریم و مومنی یانسی، ابوالفضل (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های نظام راهبردی شرکت بر تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۲ (دوره ۱۹)، ۱۳۶-۱۲۳
- * مهرآذین، علیرضا، قبدیان، بشیر، فروتن، امید و تقی پورمحمد (۱۳۹۲)، مالکیت خانوادگی، غیرخانوادگی شرکت‌ها و مدیریت سود. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابرسی مربوط به دیوان محاسبات، شماره ۴ (پیاپی ۵۲)، ۱۳۹-۱۲۵.
- * نمازی، محمد، محمدی، محمد (۱۳۸۹)، بررسی کیفیت سود بازده شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، شماره ۲ (پیاپی ۵۹/۳)، ۱۹۴-۱۵۹.
- * Abdullah.F, Shah.A, Iqbal.A and Gohar.R. (2011). The Effect of Group and Family Ownership on Firm Performance : Empirical Evidence 7:191-208 .from Pakistan.

- * Anderson.R and other.(2003).FaoundingFamily owner ship and firm performance:Jornal of finance58(1301-1328).
- * Ampen borger,Markuse and other. (2009).Capital Structure decisions in family firms,empvical evidence from abank based Economy.
- * Anotoniou and other.(2008).The determinants of capital structure:Jornal offinanced and QuantitiveAnalysis43(1)(59-92).
- * Chakrabarty, Subarta. (2009). The Influence of National Culture and Institutional Voids on Family Ownership of Large Firms: A Country Level Empirical Study. Journal of International Management, 15:1-31.
- * Dax Plus Family Index's.(2010). Deutche Bourse Issuer Data & Analytics,13 January 2010,p 8.
- * Fama, E.,and Jencen, M.(1983).Separation of ownership and control,Jornal of lawand Economics,Vol.:26,pp: 228-307.
- * Eliul and other.(2008).Control motivation and capital structure decision:working paper available at SSRN:http://ssrn.com
- * Zelia Serrasqueiro and other.(2011).Are capital structure decisions of family-owned SMES different Empvical evidence from portugal
- * Handoo, A., Sharma, K.(2014). A study on determinants of capital structure in India, IIMB Management Review Review2014 xx, 1-13.
- * Joy Pathak.(2010). What Determines Capital Structure of Listed Firms in India? Baruch College, City University Of New York,2010 Odette School of BusinessUniversity of Windsor, ON, N9B 3P4, Canada 55 Lexington Ave New York, 2010, United States.
- * Kowalewski Oskar.(2007) . Talavera Oleksandr. Corporate Gaverence and Dividend policy in Poland,Warsaw School of Economics,Available at ssrn
- * MahfuzahSalim and Raj Yadav. (2012). Capital Structure and FirmPerformance: Evidence from Malaysian Listed Companies ,Procedia - Social and Behavioral Sciences 65 ,156 – 166
- * Markus.Ampen borger and other.(2009).Capital Structure decisions in firms: empvical evidence from abank baseed Economy
- * Mcconaughy, Daniel L. Matthews, Charles H. and Anne S. Fialko.(2001). Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value. Journal of Small Business Management, 39 (1): 31-49.
- * Mishra c and other.(1999).Founding family contorland capital structure,23(4),53-64
- * Najhar ,B.,and Taylor, p.(2008).The Relation ship between capital structure and owner ship structure, Managerial finance vol,12pp.919-933
- * Wang, D.(2006). Founding Family Ownership and Earning Quality. Journal of Accounting Research, 44:619-656.
- * Xiaohong, Huang,Rezaul, Kabir.(2013).THE impact of owner ship structure on capital: Evidence from listed firms in China ,scool of Management and Governance Financial Management

یادداشت‌ها

1. Capital structure
2. Family ownership
3. Agency theory
4. Grow
5. Firpro
6. Daxpluse family Index
7. Wang
8. Jakara Barati
9. Hando &Capil
10. Huang & Kabir
11. Anotoniou
12. static
13. denamic
14. Zelia Serrasqueiro and other
15. Fama
16. Markus Ampen berger
17. Watts
18. Zimmerman
19. Mishra
20. Anderson
21. Ellul
22. Njar & tilor
23. Joy Pathak
24. Zi et al
25. Handoo&Sharma
26. Vest
27. Kowaiewski
28. Mahfuzah Salim & RajYadav
29. Mcconaughey et al
30. Excel
31. Eviews
32. Estata