

بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام، مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران

فاطمه چاوشی نجف آبادی^۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۲/۱۸ تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۰۳/۱۱

چکیده

ساختار مالکیت شرکت ها می تواند بسیار متنوع باشد و طیف وسیعی از سهامداران حقیقی و حقوقی می توانند در این ساختار ایفای نقش کنند. حضور سهامداران حقیقی از یک خانواده یا فامیل با در اختیار داشتن درصد بالای سهام و یا حضور آن ها در هیات مدیره به نوعی خانوادگی بودن مالکیت شرکت را نشان می دهد. نبود شاخصی مناسب برای شناسایی شرکت های خانوادگی و لزوم توجه بیشتر و عمیق تر در ساختار مالکیت شرکت ها ضرورت انجام تحقیق در مورد مالکیت خانوادگی در بازار سرمایه کشور را مشخص می کند. این تحقیق سعی دارد به بررسی تاثیر این متغیر در کنار متغیر نقدشوندگی سهام بر ساختار سرمایه شرکت ها بپردازد. قلمرو مکانی پژوهش حاضر، بورس اوراق بهادار تهران بوده و قلمرو زمانی پژوهش نیز، دوره ی هفت ساله ی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ می باشد. در طی پژوهش، دو فرضیه ی معرفی شده توسط داده های ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و به کمک رگرسیون چند متغیره و داده های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج حاصل از تحلیل فرضیه ی اول پژوهش نشان داد که نقد شوندگی سهام بر ساختار سرمایه شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می گذارد. همچنین فرضیه ی دوم چنین بیان نموده است که تأثیر نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی، ساختار سرمایه را در شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران، تحت تأثیر قرار می دهد.

واژگان کلیدی

نقدشوندگی سهام، مالکیت خانوادگی، ساختار سرمایه.

^۱ کارشناس ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی فولادشهر، دانشکده تحصیلات تکمیلی، اصفهان، ایران
(fchavoshi592@gmail.com)

۱. مقدمه

یکی از مهمترین ارکان هر فعالیت اقتصادی تامین منابع مالی مورد نیاز می باشد. منابع مالی را می توان از محل حقوق صاحبان سهام یا بدهی تامین کرد. در صورتی که بدهی منبع ارزان تامین مالی باشد، استفاده از آن در ساختار سرمایه شرکتها بازده مورد انتظار سهامداران را افزایش می دهد. در صورتی که بازده سرمایه گذاری پایین تر از نرخ بدهی باشد. استفاده از بدهی روش تامین مالی مطلوبی نخواهد بود. شرکت برای اینکه از منابع تامین مالی مناسب اطمینان حاصل کند، باید مقداری از توان استقراض و داراییهای نقدی خود را حفظ کند. به عبارت دیگر ترکیب مشخصی از بدهی و حقوق صاحبان سهام بر اساس عوامل مختلف تعیین می شود. مدیریت در راستای تامین منابع مالی مناسب باید هزینه منابع مختلف مالی را مشخص نموده و آثاری که این منابع بر بازده و ریسک عملیاتی شرکت دارند تعیین نماید. آنچه که در تصمیم گیریهای مربوط به تامین مالی از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است توجه به اثراتی است که در صورت انتخاب هر یک از شیوه های تامین مالی بر بازدهی و ارزش کلی شرکت خواهد داشت و این امر تنها در صورتی محقق می شود که بتوان به ماهیت اصلی و ویژگیهای هریک از روشهای تامین مالی پی برد. همچنین شناسایی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه به روشهای مورد استفاده به عنوان شیوه تامین مالی شرکت بستگی خواهد داشت (باغومیان و عزیززاده، ۱۳۹۳).

انتظار می رود بعد از اجرای این تحقیق بعضی از عوامل موثر بر ساختار سرمایه شناسایی و میزان تاثیر آنها تعیین گردند تا بر اساس آنها شرکتها بتوانند ساختار سرمایه مطلوب را تعیین نمایند و همچنین ادبیات مربوط به ساختار سرمایه را ارتقا یابد.

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

یکی از مهم ترین عوامل مورد توجه بسیاری از سرمایه گذاران بازارهای سرمایه، نقد شوندگی سهام است. نقدشوندگی یکی از کارکردهای اصلی بورس اوراق بهادار است و سرمایه گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کمترین هزینه ممکن آن را معامله کنند (سعیدی و دادار، ۱۳۸۸). سرمایه گذاران به دلیل ریسک جدا نشدنی سرمایه گذاری، انتظار بازده دارند. لذا برای سرمایه گذاران، آگاهی از ریسک و بازده سرمایه گذاری از اهمیت ویژه ای برخوردار است. عدم نقدشوندگی یک دارایی مالی نیز در واقع نوعی ریسک برای آن محسوب می شود، که انتظار می رود سرمایه گذاران به ازای تقبل ریسک بازده کسب کنند (قائم و رحیم پور، ۱۳۸۹). نقدشوندگی یا بازارپذیری از جنبه های حیاتی معامله اوراق بهادار است و یکی از فاکتورهای مهم قیمت گذاری دارایی ها می باشد، که تأثیر قوی بر قیمت آنها دارد. در واقع نقد شوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه گذاری ها یا دارایی ها به وجوه نقد با حداقل هزینه و در کمترین زمان، که نقش و تأثیر حائز اهمیتی در جذابیت سرمایه گذاری، تصمیم گیری سرمایه گذاران و تخصیص درست منابع دارد. فقدان نقدشوندگی به معنای ریسک نقدشوندگی، ممکن است تأثیر منفی بر ارزش سهام بگذارد، چرا که سرمایه گذاران ریسک گریز برای جبران ریسکی که متحمل می شوند، نیازمند بازده اضافی به نام صرف ریسک هستند و نیز ترجیح می دهند در اوراقی که از نقدشوندگی بالاتری برخوردار می باشد سرمایه گذاری نمایند، از این رو ریسک نقدشوندگی یکی از پارادایم های اصلی بازار مالی است که حداکثرسازی ثروت سهامداران به آن وابسته است (صفری، ۱۳۸۹). در شرکت های خانوادگی عموماً بخش زیادی از سهام در اختیار یک یا چند سهامدار عمده حقیقی از اعضای یک خانواده است و

اعضای خانواده در پست های مدیریتی و عملیاتی مشغول کار هستند. طبق پژوهش های انجام شده، مشخص شده اگر میزان سهم مدیران از حدی بیشتر باشد، می تواند این انگیزه را در آنها ایجاد کند تا وضعیت مالی و عملکرد مطلوب تری را ارایه دهند، همچنین سهامداران عمده نیز می توانند از طریق کنترل رفتار مدیران بر روی تصمیمات و فعالیت تهای شرکت تأثیرگذار باشند (محمدی، ۱۳۸۸). علاوه بر گسترش کسب و کار مبتنی بر مالکیت خانوادگی در سال های اخیر، در این گونه شرکت ها به دلیل وجود هزینه های بالقوه نمایندگی از شیوه های متفاوت تامین مالی استفاده می شود. مالکیت خانوادگی، نقش مهمی در اقتصاد بازی می کند، چرا که مالکیت خانوادگی می تواند بطور مستقیم از طریق تصمیمات تامین مالی در انتخاب ساختار سرمایه بهینه موثر باشد. یکی از روش هایی که برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران به کار گرفته می شود، گزینش مناسب از منابع اصلی تامین مالی است به نحوی که در آن ترکیب منابع مالی با خصوصیات هم چون هزینه سرمایه اندک، نرخ بازده بیشتری را تحصیل کند. ساختار سرمایه ای که ارزش شرکت را افزایش دهد یا هزینه کلی سرمایه را به حداقل رساند، ساختار سرمایه بهینه شرکت است و این ساختار سرمایه بهینه، ترکیبی از بدهی و سهام است. در مواقعی که سهام از نقدشوندگی بالا برخوردار است، هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش پیدا می کند و شرکتهایی که نقدشوندگی سهامشان بالاست تمایل دارند که اهرم مالی پایین تری داشته باشند (مرتال و لپسون^۱، ۲۰۰۹). تئوری های مختلفی پیرامون ساختار سرمایه شرکت وجود دارد. برخی از این تئوری ها وجود بدهی در ساختار سرمایه شرکت را عامل افزایش دهنده ارزش شرکت و برخی دیگر عامل کاهش ارزش شرکت می دانند. همچنین از لحاظ تئوری به نظر می رسد که مدیران زمینه هایی برای تغییر ساختار سرمایه خواهند داشت. بر مبنای دیدگاه سنتی ساختار سرمایه، با استفاده از اهرم مالی می توان ارزش شرکت را افزایش داد و برای کاهش هزینه سرمایه، به شرکت ها پیشنهاد می شود میزان بدهی خود را افزایش دهند. هر چند با افزایش بدهی، میزان ریسک نیز افزایش می یابد و در نتیجه بازار، نرخ بهره بالاتری را برای بدهی مطالبه می نماید (خوداک^۲، ۲۰۰۶). نظریه مدرن ساختار سرمایه با نظریه مشهور مودلیانی و میلر^۳ در سال ۱۹۵۸ آغاز می گردد. آن ها در نظریه خود به بررسی این که تحت چه شرایطی ساختار بهینه سرمایه ایجاد می گردد و اصولاً ساختار سرمایه چیست پرداختند. در سال های بعد، پژوهشگران زیادی، نظریه آن ها را بطور تجربی مورد آزمون قرار داده و نظریه های جدیدی مطرح نمودند که نظریه های سلسله مراتبی و مصالحه از جمله آن ها به شمار می آید (لزموند و همکاران^۴، ۲۰۰۷). با توجه به نقش ساختار سرمایه در ثروت آفرینی برای شرکت، بررسی عوامل موثر بر آن از اهمیت خاصی برخوردار است؛ بنابراین می توان فرض کرد که بین ساختار سرمایه و شاخص های نقدشوندگی ارتباط وجود دارد. نظر به تأثیر نقد شوندگی سهام و ساختار سرمایه بر بازده مورد انتظار، هزینه سرمایه و ارزش شرکت، یافته های به دست آمده از بررسی رابطه نقدشوندگی و ساختار سرمایه می تواند برای مدیران، سرمایه گذاران و تحلیل گران و پژوهشگران بازار سرمایه ایران، راه گشا و با اهمیت باشد. در هنگام بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه به دلیل تمرکز بالای مالکیت خانوادگی - عمدتاً سلطه مالکیت خانوادگی در کشورهای در حال ظهور -

1 Mortal&Lipson

2 Khodak

3 Modigliani&Miller

4 Lesmond et al

مالکیت خانوادگی باید در نظر گرفته شود. بنابراین هدف از این پژوهش بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر تصمیمات ساختار سرمایه در بازار بورس تهران و در عین حال کنترل برای دیگر عوامل خاص شرکت است. البن^۵ (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر تصمیمات ساختار سرمایه در یک کشور در حال ظهور" به بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر تصمیمات ساختار سرمایه در کشور مصر پرداخت. او با استفاده از تجزیه و تحلیل یکنواخت، بین نقدینگی و اهرم مالی به تجزیه و تحلیل رگرسیون ترکیبی چند متغیری و خوشه بندی شرکت و برآورد "رگرسیون حداقل مربعات دو مرحله ای" و کنترل متغیرهای دیگر بر روی نمونه آماری ۱۵۴ شرکت در محدوده زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۴ پرداخت. او بر خلاف مطالعات انجام شده در مورد شرکت های آمریکایی، در تحقیق خود با استفاده از شواهد تجربی، نشان داد که نقدینگی سهام موجب افزایش سرمایه شرکت ها می شود. علاوه بر این، نتایج حاکی از این بود که رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت خانوادگی و سرمایه گذاری در بازار وجود دارد. او معتقد بود که به علت تنظیمات مالی متمایز و شرایط اقتصادی، عوامل دیگری نیز وجود دارد که بر روی این رابطه در کشورهای در حال ظهور تأثیر می گذارد. بطور خاص، اندازه شرکت، سودآوری، نرخ مالیات، دارایی های شرکت و سابقه شرکت مولفه های اصلی تعیین کننده اهرم مالی در شرکت های مصری بودند. به عقیده او این مسئله بر پایه ی تعیین کننده ای از اهرم تأثیر می گذارد و نشان می دهد که خانواده ها ترجیح می دهند بدهی را بر عهده بگیرند تا از ورود صاحبان سهام جدید در موجودیت تجاری بسته خود اجتناب کنند.

امپربرگر و همکاران^۶ (۲۰۱۳) تحقیقی در خصوص شرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی بر روی نمونه ای شامل ۶۶۰ شرکت آلمانی در طول سال های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۶ انجام دادند. آنها شواهدی از رابطه منفی و قوی بین شرکت های خانوادگی و سطح اهرم را پیدا کردند، که نشان می داد شرکت های خانوادگی آلمانی در مقایسه با به شرکت های غیر خانوادگی، به دلیل دخالت خانواده در مدیریت آنلاین، نسبت کمتری دارند. علاوه بر این، آنها استدلال می کنند که بین مدیر عامل موسسه و مدیر عامل و نسبت صندوق اهرم رابطه منفی وجود دارد.

ادومسیریکول و همکاران^۷ (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه شرکت ها در تحقیقی با همین عنوان پرداختند. این تحقیق در کشور تایلند انجام شد، که بازار بورس آن نسبت به بازار بورس آمریکا رونق کمتری دارد و وام های بانکی و مالکیت شرکت، متمرکزتر است. در پی انجام این تحقیق، آن ها به این نتیجه رسیدند که شرکت های با سهام نقدشونده تر، هزینه سرمایه کمتری را تجربه می کنند و نیز انگیزه استفاده از انتشار سهام، در مقایسه با بدهی در ساختار سرمایه شان بیشتر است. شواهد تجربی نیز رابطه معکوسی را بین اهرم مالی و نقدشوندگی سهام نشان می داد.

⁵ ElBannan

⁶ Ampenberger et al

⁷ Udomsirikul et al

پاتاک^۸ (۲۰۱۰) در پژوهشی 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 ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۹ 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.

کارادنیز و همکاران^۹ (۲۰۰۹) در تحقیقی به بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار استانبول ترکیه در طی دوره زمانی ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۵ پرداختند. نتایج تحقیق آنها حاکی از این بود که نرخ مالیات، دارایی ثابت مشهود و سودآوری با ساختار سرمایه رابطه ای منفی دارند؛ اما جریان نقدی آزاد، رشد فروش و اندازه شرکت با ساختار سرمایه رابطه ای ندارند.

صفرعلی پور و اسلام زاده (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر اندازه شرکت و ساختار سرمایه بر نقدینگی، عملکرد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این تحقیق در فاصله زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ با نمونه ای ۹۵۰ تایی بررسی شد. برای انجام این تحقیق از رگرسیون داده های ترکیبی استفاده شد. یافته ها نشان داد که اندازه شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت تاثیر دارد. اندازه شرکت، ساختار سرمایه، نقدینگی و عملکرد بر ارزش شرکت اثرگذار بودند و ساختار سرمایه روی نقدینگی شرکت تاثیر داشت و این ارتباط در شرکتهای بزرگ و کوچک متفاوت بود.

فخاری و فصیح (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مبتنی بر تئوری نمایندگی) پرداختند. در این تحقیق داده های مربوط به ۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۹۱ جمع آوری و به روش تحلیل ترکیبی داده ها مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می 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.

مویدی (۱۳۹۴) به بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه (بدهی های بلندمدت و کوتاه مدت) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری و فازی پرداخت. نمونه مورد بررسی این تحقیق شامل ۸۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ بود. به منظور دستیابی به این هدف ابتدا با نظرسنجی از خبرگان مالی ده عامل اندازه شرکت، فرصت های رشد، سودآوری، نقدینگی و دارایی های مشهود، سودآوری، ساختار دارایی، سن شرکت، نوسان پذیری سود و ساختار مالکیت، به عنوان عوامل موثر بر ساختار سرمایه شناسایی شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها که با تکنیک مدل سازی معادلات ساختاری انجام شد، حاکی از این بود که بین ساختار دارایی، فرصت های رشد، سودآوری و نقدینگی با ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد. بنابراین

⁸ Pathak

⁹ Karadeniz et al

فرضیه های مربوط به این متغیرها تایید شد. بین متغیر اندازه شرکت و ساختار سرمایه رابطه معناداری مشاهده نشد، که دلیلی بر رد فرضیه مربوط بود.

اسدی و همکاران (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 داشت که رابطه منفی و معنی داری بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت وجود دارد. با توجه به نتایج بررسی آنها، گرچه مشخص نیست ساختار سرمایه موجب ساختار مالکیت است یا برعکس، به نظر می رسد لازم است سرمایه گذاران و اعتباردهندگان هر دوساختار سرمایه و ساختار مالکیت را در زمان تصمیم گیری نسبت به سرمایه گذاری و اعتباردهی مد نظر قرار دهند.

رضایی و پیری (۱۳۹۰) به بررسی تاثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این تحقیق در کشور ایران در طی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ (دوره زمانی پنج ساله) بر روی تعداد ۱۷۶ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق انجام شد. برای بررسی تاثیر هر کدام از متغیرهای مستقل ساختار مالکیت (درصد سهام در اختیار سرمایه گذاران نهادی و تمرکز سهام)، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت ها فرضیه های جداگانه ای با استفاده از الگوی رگرسیونی چندگانه مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه ها نشان داد که درصد سهام در اختیار سرمایه گذاران نهادی بر ارزش بازار شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد. ولی تمرکز سهام بر ارزش بازار تاثیر منفی و معناداری دارد. به علاوه وجود رابطه معنادار بین ساختار سرمایه (نسبت کل بدهی های شرکت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) و ارزش بازار شرکت تایید نشد. نقدینگی نیز بر ارزش بازار شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین متغیرهای کنترلی تحقیق؛ شامل کیو توین، درصد سود تقسیمی و نسبت دارایی های ثابت مشهود تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش بازار شرکت دارند.

۳. روش شناسی پژوهش

این پژوهش از این رو که در پی یافتن رابطه معناداری بین متغیرهای تحقیق است و علاوه بر آن به مطالعه حدود تغییرات متغیر وابسته با توجه به حدود تغییرات متغیرهای مستقل می پردازد، در زمره تحقیقات همبستگی قرار دارد؛ بنابراین روش تحقیق از نظر ماهیت و محتوایی یک تحقیق از نوع همبستگی می باشد و برای کشف همبستگی بین متغیرها از روش پس رویدادی استفاده می گردد. پژوهش حاضر از لحاظ نوع کار تحقیقاتی و از نظر هدف، یک تحقیق کاربردی است که از اطلاعات واقعی و روش های مختلف آماری برای رد یا عدم رد فرضیه ها استفاده می گردد و در حوزه تئوری اثباتی قرار می گیرد. انجام این پژوهش در چارچوب استدلالات قیاسی - استقرائی می باشد که مبانی نظری و پیشینه تحقیق از راه مطالعات کتابخانه ای، مقالات و سایت ها و گردآوری اطلاعات برای تأیید یا رد فرضیه ها می باشد.

۳-۱. فرضیه های پژوهش

با توجه به مبانی نظری بیان شده، دو فرضیه به شرح زیر تدوین گردیدند:

(۱) نقد شوندگی سهام بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

(۲) مالکیت خانوادگی بر رابطه نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

۳-۲. جامعه ی آماری و نمونه

در پژوهش حاضر ۵۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی شش ساله، از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶، جامعه آماری پژوهش می باشند.

در این مطالعه برای این که نمونه پژوهش یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، برای انتخاب نمونه از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور معیارهای زیر در نظر گرفته شده است و در صورتی که یک شرکت کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان یکی از شرکت های نمونه انتخاب شده است. روند انتخاب نمونه در نگاره ۱ به تصویر کشیده شده است.

۱- با توجه به اطلاعات مورد نیاز از سال ۱۳۹۰، شرکت هایی که حداکثر تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۹ در بورس و اوراق بهادار تهران پذیرفته شده اند.

۲- در دوره پژوهش از فهرست شرکت های یاد شده، حذف نشده باشد.

۳- در طول دوره موردنظر، سهام آنها به طور فعال در بورس معامله شده باشد.

۴- به منظور افزایش قابلیت مقایسه شرکت های مورد بررسی، دوره مالی آنها باید منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۵- در دوره مورد مطالعه تغییر دوره مالی نداشته باشند.

۶- جزء شرکت های واسطه گری مالی (سرمایه گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک ها و بیمه ها) به دلیل متفاوت بودن عملکرد آنها، نباشند.

۷- اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.

جدول ۱. روند انتخاب نمونه آماری پژوهش

۵۲۰	کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس در تاریخ ۱۳۹۶/۱۲/۲۹
(۴۴)	شرکت هایی که بعد از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده اند
(۱۲۴)	شرکت هایی که طی دوره پژوهش در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده اند.
(۵۸)	شرکت هایی که در طول دوره مورد نظر، سهام آنها بطور فعال (حداقل ۶ ماه) در بورس معامله نشده است.
(۵۶)	شرکت هایی که سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم نمی شود
(۲۷)	شرکت هایی که در دوره مورد مطالعه تغییر دوره مالی داشته اند

(۴۳)	شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها و شرکت‌های بیمه)
(۷۳)	شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز آنها در دسترس نبود
۱۴۰	کل نمونه آماری قابل آزمون با در نظر گرفتن پیش‌فرض‌ها

در نگاره جدول ۱ به ترتیب اعمال شدند، بدین صورت که هر شرکتی که در پیش‌فرض اول قرار گرفته است، برای شمارش پیش‌فرض‌های بعدی لحاظ نگردیده است. در این تحقیق بعد از اعمال پیش‌فرض‌ها، ۱۴۰ شرکت از ۵۲۰ شرکت باقی ماندند؛ بنابراین حجم نمونه برابر با کل جامعه آماری مورد مطالعه نمی‌باشد.

۳-۳. متغیرهای پژوهش

الف. متغیر وابسته: متغیر وابسته در این پژوهش، ساختار سرمایه است. معمولاً ساختار سرمایه از طریق نسبت‌های زیر بدست می‌آید:

- نسبت بدهی به مجموع دارایی‌ها، نسبت حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی‌ها، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و نسبت حقوق صاحبان سهام به بدهی‌ها اندازه‌گیری می‌شود (جان و یوجین^{۱۰} ۱۹۷۵).
 - در این تحقیق از اهرم مالی (ارزش دفتری بدهی / ارزش دفتری دارایی) به عنوان ساختار سرمایه استفاده می‌شود و نشان دهنده این است که شرکت برای تامین دارایی‌ها چقدر از بدهی استفاده کرده است (سینائی، ۱۳۸۶)؛ یعنی:
- (۱)

$$\text{ارزش دفتری کل بدهی} \\ \text{ارزش دفتری کل دارایی} = \text{اهرم مالی}$$

ب. متغیرهای مستقل: در این پژوهش نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته است:

- **نقد شونده‌گی سهام:** در این پژوهش برای سنجش نقدشوندگی سهام از معیار عدم نقدشوندگی آمیهود با استفاده از فرمول استفاده می‌گردد.

$$ILLIQ_t = |r_t| / DVOL_t \quad (۲)$$

در رابطه فوق، r_t بازده روز t ام L_t حجم ریالی معامله‌شده در روز t ام است. به دلیل ماهانه بودن متغیرهای تحقیق، میانگین ساده متغیر فوق در هر ماه محاسبه می‌شود و در محاسبات استفاده می‌شود. همچنین برای قابل مقایسه بودن معیارها، حاصل رابطه فوق در یک میلیارد ریال ضرب می‌شود.

- **مالکیت خانوادگی:** در این تحقیق شرکتهایی خانوادگی محسوب می‌گردند که سهامدار حقیقی مالک حداقل ۲۰ درصد از سهام عادی شرکت باشد.

¹⁰ John & Yojin

ج. متغیرهای کنترلی: در ادبیات مالی موارد زیادی بیان شده است که در توصیف تصمیمات ساختار سرمایه اهمیت دارد. با توجه به گستردگی این عوامل در این پژوهش برخی از این عوامل را مورد بررسی می گیرد.

- اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی از کل دارایی های شرکت آدر سال $t-1$ است.
- رشد شرکت: رشد شرکت آدر سال $t-1$ است، که با استفاده از فرمول زیر محاسبه می گردد:

(۳)

$$\text{رشد شرکت} = \frac{\text{تغییر در دارایی ها}}{\text{ارزش دفتری دارایی های پایان دوره مالی}}$$

- بازده سودآوری: بازده سودآوری^{۱۱} شرکت آدر سال $t-1$ است، که با استفاده از فرمول زیر محاسبه می گردد:

(۴)

$$\text{بازده سودآوری} = \frac{\text{سود قبل از بهره و مالیات}}{\text{ارزش دفتری دارایی های پایان دوره مالی}}$$

- نسبت دارایی های ثابت به کل دارایی ها: نسبت دارایی های ثابت به کل دارایی های شرکت آدر سال $t-1$ است.
- نسبت مالیات بر درآمد: نسبت مالیات بر درآمد شرکت آدر سال $t-1$ است.
- سن شرکت: تعداد سالهایی که از زمان تاسیس شرکت آتا سال $t-1$ می گذرد.

۴-۳. مدل پژوهش

در این پژوهش مدل رگرسیون از پژوهش البن^{۱۲} (۲۰۱۷) با عنوان بررسی تاثیر نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر تصمیمات ساختار سرمایه در یک کشور در حال ظهور اقتباس گردیده است:

(۵)

$$LEV_t = \beta_0 + \beta_1 LIQUIDITY_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 GROW_{i,t-1} + \beta_4 PROF_{i,t-1} + \beta_5 COLLAT_{i,t-1} + \beta_6 TAX_{i,t-1} + \beta_7 AGE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

(۶)

$$LEV_t = \beta_0 + \beta_1 LIQUIDITY_{i,t-1} + \beta_2 FAMILY_{i,t-1} + \beta_3 LIQUIDITY_{i,t-1} * FAMILY_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 GROW_{i,t-1} + \beta_6 PROF_{i,t-1} + \beta_7 COLLAT_{i,t-1} + \beta_8 TAX_{i,t-1} + \beta_9 AGE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

¹¹ Profitability

¹² ElBannan

LEV_t : مالی

$LIQUIDITY_{i,t-1}$: نقدینگی برای شرکت i در سال $t-1$ است.

$FAMILY_{i,t-1}$: درصد تعلق به اعضای خانواده (کیت خانوادگی) برای شرکت i در سال $t-1$ است.

$SIZE_{i,t-1}$: لگاریتم طبیعی از کل دارایی های شرکت i در سال $t-1$ است.

$GROW_{i,t-1}$: رشد شرکت i در سال $t-1$ است.

$COLLAT_{i,t-1}$: نسبت ارایه های ثابت به کل دارایی های شرکت i در شرکت $t-1$ است.

$TAX_{i,t-1}$ (مالیات بر درآمد): نسبت مالیات بر درآمد به پیش در آمد شرکت i در سال $t-1$ است.

$AGE_{i,t-1}$: تعداد سالهایی که از زمان ثبت شرکت i تا سال $t-1$ می گذرد.

$\varepsilon_{i,t}$ خطای آزمون

۳-۵. روش تحلیل داده ها

در این پژوهش برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش داده های ترکیبی می باشد، زیرا به منظور بررسی رابطه بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته از دو جنبه متفاوت موضوع مورد بررسی قرار می گیرد. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۶ آزمون می شوند.

۴. یافته های پژوهش

۴-۱. نتیجه ی آزمون مدل اول تحقیق:

نتایج آزمون مدل اول تحقیق در سطح داده های ترکیبی در جدولی به شرح زیر بیان می شود:

جدول ۲: نتایج آزمون مدل اول تحقیق

$LEV_t = \beta_0 + \beta_1 LIQUIDITY_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 GROW_{i,t-1} + \beta_4 PROF_{i,t-1} + \beta_5 COLLAT_{i,t-1} + \beta_6 TAX_{i,t-1} + \beta_7 AGE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$				
شرح	ضریب	ضریب	تی/استیودنت	سطح خطا
نقدشوندگی	LIQ	۰/۰۱۴	۵/۴۹۳	۰/۰۰
اندازه شرکت	$SIZE$	۰/۱۰۷	۲/۳۵۲	۰/۰۱
رشد شرکت	$GROW$	۰/۰۵۹	۳/۸۸۸	۰/۰۰
سودآوری	PRO	۰/۰۷۱	۲/۴۰۶	۰/۰۱
مالیات بر درآمد	TAX	-۰/۰۶۰	-۳/۱۱۰	۰/۰۰
عمر شرکت	AGE	۰/۱۸۸	۱۰/۸۸۹	۰/۰۰
عرض از مبدأ	α	۰/۰۸۰	-۲/۲۸۲	۰/۰۲
ضریب تعیین R^2		۰/۳۷		
ضریب تعیین تعدیل شده R^2		۰/۳۷		
دوربین واتسون (D-W)		۱/۹۴		
F رگرسیون (سطح خطا)		۱/۹۴۵ (۰/۰۰۰)		

معناداری آماره فیشر (۱/۹۴۵) در سطح ۵٪ حاکی از معناداری کلی مدل برآورد شده است. مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۹۴) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلاص مدل برآورد شده است، لذا نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکاست. علاوه بر این ضریب تعیین (R^2)، ۰/۳۷ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۳۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد و ۶۳ درصد دیگر ناشی از سایر عوامل بوده که از دسترس محقق خارج می‌باشد. هر چه مقدار این شاخص بزرگتر باشد پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود. با توجه به نتایج جدول بالا آماره‌ی t مربوط به متغیر نقدشوندگی و سطح معناداری آن به ترتیب ۵/۴۹۳ و ۰/۰۰ بوده و ضریب آن نیز ۰/۰۱۴ می‌باشد. به عبارتی با ۱ درصد افزایش در نقدشوندگی، میزان اهرم مالی ۰/۰۱۴ افزایش می‌یابد. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۵ درصد بوده است، بنابراین متغیر نقدشوندگی تاثیر معناداری بر اهرم مالی داشته و فرضیه‌ی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر نقدشوندگی نیز مثبت می‌باشد. در نتیجه، رابطه مثبت و مستقیم و معنی داری بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی تعهدی وجود دارد. این نتیجه در مطابقت با یافته‌های پژوهشگرانی همچون البن و همکاران (۲۰۱۷)، برگر و همکاران (۲۰۱۳)، ادمسیریکول و همکاران (۲۰۱۰)، فخاری و فصیح (۱۳۹۵)، مویدی (۱۳۹۴) و ستایش پور و کاشانی (۱۳۸۹) بوده اما با یافته‌های افرادی همچون اسدی و همکاران (۱۳۹۰)، رضایی و پیری (۱۳۹۰)، اکبری (۱۳۹۰)، نجار و تیلور (۲۰۰۸) و میسرا و همکاران (۱۹۹۹) همخوانی ندارد.

۲-۴. نتیجه‌ی آزمون مدل دوم تحقیق:

نتایج آزمون مدل دوم تحقیق در سطح داده‌های ترکیبی در جدولی به شرح زیر بیان می‌شود:

جدول ۳. نتایج آزمون مدل دوم تحقیق

$LEV_t = \beta_0 + \beta_1 LIQUIDITY_{i,t-1} + \beta_2 FAMILY_{i,t-1} + \beta_3 LIQUIDITY_{i,t-1} * FAMILY_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 GROW_{i,t-1} + \beta_6 PROF_{i,t-1} + \beta_7 COLLAT_{i,t-1} + \beta_8 TAX_{i,t-1} + \beta_9 AGE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$				
شرح	ضریب	ضریب	تی/استیودنت	سطح خطا
نقدشوندگی	LIQUIDITY	۰/۰۶۴	۳/۲۷۸	۰/۰۰۰
مالکیت خانوادگی	FAMILY	۰/۰۱۹۶	۲/۶۶۱	۰/۰۰۷
مالکیت خانوادگی * نقدشوندگی	FAMILY* LIQUIDITY	۰/۰۸۷	۲/۸۵۳	۰/۰۰۴
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۱۴	۳/۰۵۴	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰/۰۲۷	۱/۹۲	۰/۰۵۴
رشد شرکت	GROW	۰/۰۳۶	۲/۰۱۵	۰/۰۴۵
سودآوری	PROF	۰/۰۴۱	۲/۰۹۳	۰/۰۰۰۴
نسبت دارایی‌های ثابت به کل داراییها	COLLAT	۰/۰۳۶	۲/۰۶۵	۰/۰۰۰
نسبت مالیات بر درآمد	TAX	۰/۰۲۲	۲/۶۶۵	۰/۰۰۰۱
عمر شرکت	AGE	۰/۰۴۰۱	۱/۹۸۳	۰/۰۰۹

عرض از مبدأ	α	۰/۰۴۶	۲/۰۹۴	۰/۰۰۳
ضریب تعیین R^2			۰/۳۲۵	
ضریب تعیین تعدیل شده R^2			۰/۴۵۱	
F رگرسیون (سطح خطا)			۶۶/۵۷۸	
دوربین واتسون (D-W)			۲/۰۰۸	

مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۹۹) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلال مدل برآورد شده است. ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) نشان می‌دهد که تقریباً ۴۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد و ۵۵ درصد دیگر ناشی از سایر عوامل بوده که از دسترس محقق خارج می‌باشد.

با توجه به نتایج جدول بالا آماره t مربوط به متغیر تاثیر نقدشوندگی و مالکیت خانوادگی و سطح معناداری آن به ترتیب ۲/۸۵۳ و ۰/۰۰۴ بوده و ضریب آن نیز ۰/۰۸۷ می‌باشد. به عبارتی با ۱ درصد افزایش در متغیر تاثیر نقدشوندگی و مالکیت خانوادگی، میزان اهرم مالی ۰/۰۸۷ افزایش می‌یابد. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر تاثیر نقدشوندگی و مالکیت خانوادگی تاثیر معناداری بر اهرم مالی داشته و فرضیه‌ی دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر ترکیبی نقدشوندگی و مالکیت خانوادگی مثبت می‌باشد. در نتیجه، رابطه مثبت و مستقیم و معنی داری بین تاثیر نقدشوندگی و مالکیت خانوادگی با اهرم مالی وجود دارد.

این نتیجه در مطابقت با یافته‌های همچون البن و همکاران (۲۰۱۷)، برگر و همکاران (۲۰۱۳)، لزموند و همکاران (۲۰۰۸)، باراث و همکاران (۲۰۰۸) و الول و همکاران (۲۰۰۸)، مارتل و فریدر (۲۰۰۶) و ستایش پور و کاشانی (۱۳۸۹) بوده اما با یافته‌های پژوهش افرادی همچون اکبری (۱۳۹۰)، نجار و تیلور (۲۰۰۸) و میسرا و همکاران (۱۹۹۹) همخوانی ندارد.

۵. بحث و نتیجه‌گیری

اصلی‌ترین دغدغه شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران، جذب سرمایه می‌باشد، ازسوی 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 آن جایی که کسب و کار با مالکیت خانوادگی در سراسر جهان وجود دارد، علاقه‌مندی در خصوص مطالعه ویژگی‌های شرکت‌های خانوادگی بسیار در حال افزایش است. از طرفی دیگر، 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. ضمناً در ایران، برخلاف شرکت‌های صاحب‌نظر در زمینه حسابداری و مطالعات مالی، تاکنون شاخص مناسبی، متناسب با شرایط بازار سرمایه کشور برای تعریف شرکت‌های خانوادگی - در عین وجود این گونه شرکت‌ها - ارایه نگردیده است و بیشتر تحقیقات متوجه مالکیت‌های نهادی بوده است؛ بنابراین شناخت شرکت‌های

خانوادگی و تاثیر آن در ساختار سرمایه برای رشد و توسعه شرکت ها بسیار لازم و ضروری می باشد. از این رو پژوهش حاضر به ارزیابی تاثیر مالکیت خانوادگی و نقدشوندگی سهام بر ساختار سرمایه ی شرکت ها پرداخته است. نتیجه ی کلی این پژوهش نشان داد که مالکیت خانوادگی و نقدشوندگی سهام، ساختار سرمایه را در شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران، تحت تاثیر قرار می دهند. در تحلیل نتایج مزبور می توان این گونه استنباط کرد که طبق فرضیه ها نظارت فعال مالکیت خانوادگی موجب کاهش هزینه های نمایندگی می شود 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. از این رو می توان چنین استنباط کرد که مالکیت خانوادگی باعث افزایش فرصت های تامین مالی می شود.

همچنین نتیجه ی پژوهش حاضر نشان داد که رابطه ی معنی داری بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام شرکت ها وجود دارد. از آن جایی که افزایش نقدشوندگی و کاهش ریسک نقدشوندگی می تواند سبب کاهش نرخ بازده مورد انتظار سهام داران گردد از این رو انتظار می رود در شرکت هایی که نقدشوندگی سهام آن ها بیشتر است، مدیران از انتشار سهام به عنوان منبع اصلی تامین مالی خود بهره گیری نمایند. عکس این قضیه نیز صادق است؛ یعنی در مورد شرکت هایی که نقدشوندگی سهام پایین تری دارند انتظار بر آن است که برای تامین مالی خود بیشتر از بدهی استفاده کنند. با توجه به این که نقدشوندگی پایین سهام، به طور ضمنی به معنای هزینه ی سرمایه ی بالاتر می باشد بنابراین بهتر است که شرکت ها به هنگام مواجه شدن با نقدشوندگی پایین سهام خود، به تامین مالی از طریق بدهی اقدام نمایند تا نتیجه ی مطلوب تری حاصل گردد. البته مدیران هنگام تصمیم گیری در این زمینه، باید به مزایای حاصل از بدهی همچون استفاده از مزایای مالیاتی در مقابل افزایش هزینه هایی همچون هزینه های نمایندگی و هزینه های نقدشوندگی ناشی از به کارگیری بدهی به طور همزمان توجه داشته باشند.

با توجه به نتایج حاصل از فرض اول، به استفاده کنندگان از صورت های مالی همانند سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و تحلیل گران بازار سرمایه پیشنهاد می گردد در ملاحظات، بررسی ها و تصمیم گیری های خود، نقدشوندگی و ترکیب ساختار سرمایه را مدنظر قرار دهند. همچنین لازم است نهادهای قانون گذار از جمله سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سازمان حسابرسی، جامعه حسابداران رسمی ایران و... به تاثیر نقدشوندگی بر ساختار سرمایه شرکت ها توجه بیشتری نمایند.

با توجه به نتایج حاصل از فرض دوم، 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. علاوه بر این، 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 تاثیر تاثیر نقدشوندگی سهام و 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 دوجندان می نماید. از طرفی دیگر، 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.

۶. منابع و مآخذ

۱. اسدی، غ. محمدی، ش و خرم، ا. (۱۳۹۰). رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت، فصلنامه دانش حسابداری، (۲) ۴، ۲۹-۴۸.
۲. اسلامی بیدگلی، غ. سارنج، ع. (۱۳۸۷). انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین بازدهی، انحراف معیار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، (۱۵) ۵۳، ۱۶-۳.
۳. اکبری، ج. (۱۳۹۰). بررسی عملکرد و ساختار سرمایه شرکتهای خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش کارشناسی ارشد. دانشگاه شیراز.
۴. باغومیان، ر. عزیززاده مقدم، ک. (۱۳۹۳). رابطه ویژگی های شرکت و ساختار سرمایه. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، (۱۱) ۴۳، ۱۳۳-۱۱۱.
۵. پورزمانی، ز. جهاننشد، ا. نعمتی، ع و فرهودی، پ. (۱۳۸۹). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت ها. فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، (۲) ۸، ۴۶-۲۵.
۶. رضایی، ف، پیری، ع. (۱۳۹۰). تاثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت ها. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، (۳) ۱۱، ۱۷۴-۱۵۵.
۷. ستایش، م. کاشانی پور، ف. (۱۳۸۹). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه تحقیقات مالی علمی و پژوهشی، (۱۲) ۳۰، ۷۴-۵۷.
۸. سعیدی، ع. دادار، ا. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام با شاخص نقد شوندگی دوره های پیشین در بورس اوراق بهادار. مطالعات مدیریت، ۱۶، ۷۵-۹۸.
۹. صفرعلی پور، م. اسلام زاده، ا. (۱۳۹۴). تاثیر اندازه شرکت و ساختار سرمایه بر نقدینگی، عملکرد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی رویکردهای نوین در علوم انسانی، مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
۱۰. صفری، ز. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین ریسک نقدشوندگی و قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش کارشناسی ارشد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، دانشکده مدیریت و اقتصاد.
۱۱. فخاری، ح. فصیح، ا. (۱۳۹۵). تاثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مبتنی بر تئوری نمایندگی). فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، (۷) ۲۰، ۱۶۴-۱۴۵.
۱۲. قالیباف، ح. حسن پور دبیر و. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین نقدشوندگی سبد سهام و نقدشوندگی سهام شرکتهای سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابرسی، (۱۴) ۵۶، ۱۰۲-۸۷.
۱۳. قائمی، م. رحیم پور، م. (۱۳۸۹). اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام. پژوهش های حسابداری مالی، (۲) ۴، ۱۴۵.

۱۴. مویدی، ن. (۱۳۹۴). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری. اولین همایش بین المللی مدیریت، اقتصاد و توسعه.
۱۵. مهرآذین، ع. قبدیان، ب. فروتن، ا و تقی پور، م. (۱۳۹۲). مالکیت خانوادگی، غیرخانوادگی شرکت ها و مدیریت سود. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابرسی، ۴(۵۲)، ۱۳۹-۱۲۵.
16. Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of financial markets*, 5(1), 31-56.
17. Amihud, Y. and Mendeldun, H. (1986). *Asset Pricing and the Bid-Ask Spread*. *Journal of Financial Economics*, 17, 223-249
18. Bharath, Pasquariello and Wu. (2008). "Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decision?", *Oxford Journals*, 22 (8), pp: 3211-3243
19. ElBannan, M. (2017), "Stock market liquidity, family ownership, and capital structure choices in an emerging country", *Faculty of Management Technology*, German University in Cairo, Cairo, Egypt, doi:10.1016/j.ememar.2017.11.001
20. Eliul and other. (2008). *Control motivation and capital structure decision: working paper available at SSRN: http://ssrn.com*
21. Eriotis N. Vasiliou D. & Ventoura-Neokosmida Z. (2007). "How firm characteristics affect capital structure", *Journal of Managerial Finance*, vol. 33, pp. 321-331
22. Handoo, A. Sharma, K. (2014). *A study on determinants of capital structure in India*, *IIMB Management Review* 2014 xx, 1-13
23. Joy Pathak. (2010). *What Determines Capital Structure of Listed Firms in India?* Baruch College, City University Of New York, 2010 Odette School of Business University of Windsor, ON, N9B 3P4, Canada 55 Lexington Ave New York, 2010, United States.
24. Karadeniz, E. Kandir, S. Balcilar, M and Onal, Y. (2009) «Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Lodging Companies», *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 21 Issue 5, PP. 609-594.
25. Khodak, Hari Bahadur. (2006). "Leverage and the Cost of Capital: some Tests Using Nepalese Data", *The journal of Nepalese business studies*, (3), No 1, pp: 85-91
26. Lesmond, O'Conner, Senbet. (2008). "Capital Structure and Equity Liquidity", www.ssrn.com
27. Mishra c and other. (1999). *Founding family control and capital structure*, 23(4), 53-64
28. Mortal, and Lipson. (2009). "Liquidity and Capital structure", *Journal of Financial Markets*, 12(4), pp: 611-644
29. Najjar, B, and Taylor, P. (2008). *The Relation ship between capital structure and owner ship structure*, *Managerial finance* vol, 12 pp. 919-933
30. Udomsirikul, Jumreornvong, and Jiraporn (2010). "Liquidity and Capital Structure: The Case of Thailand". www.ssrn.com
31. Xiaohong, Huang, Rezaul, Kabir (2013). *The impact of owner ship structure on capital: Evidence from listed firms in China*, school of Management and Governance Financial Management

Stock Liquidity, Family Ownership, and Capital Structure In the Tehran Stock Exchange

Fatemeh Chavoshi Najafabadi¹

Date of Receipt: 2018/05/08 Date of Issue: 2019/06/01

Abstract

Firm's capital structure could have varieties a large group of private and legal stockholders could has their role in this structure. Being of private stockholders from a family or being them as relatives with a high percentage of stock or presence of them in the board shows that the firm ownership is somehow a family firm. Absence of a suitable index for recognizing family firms and necessity of more and deeper attention to firm's capital structure and also the very restricted research in that field in Iran. Identify the necessity of research about family ownership in capital market in Iran. This study aims to investigate the effect of this variable alongside with the variable of stock liquidity on firm's capital Structure. The area of this research is Tehran stock exchange and the course is 2013-2017. In this research, two hypotheses introduced through the data of 140 firms listed in Tehran stock exchange has tested by panel data statistics tests. The results of analyzing first hypothesis shows that stock liquidity effects on capital structure of firms listed in Tehran stock exchange. Also the second hypothesis shows that interaction between stock liquidity and family owners her affects the capital structure of firms listed in Tehran stock exchange.

Keyword

Stock liquidity, family ownership, capital structure.

1. Senior Accountant, Graduate School, Amin Institute of Higher Education of Esfahan, Iran (fchavoshi592@gmail.com).