

بررسی تاثیر دارایی های مشهود و نامشهود، عدم تقارن اطلاعاتی بر اهرم مالی با نقش تعدیلی شرکت های خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران

حسن احمدی^۱

منصوره سنایی^۲

عاطفه مقصودی نژاد^۳

فرزانه مساوات^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۱۲ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۹/۳۰

چکیده

هدف از این تحقیق بررسی تاثیر دارایی های مشهود و نامشهود، عدم تقارن اطلاعاتی بر اهرم مالی در شرکت های خانوادگی بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در شرایط کنونی شاهد تبدیل دارایی های مشهود و نامشهود به عنوان یکی از مهمترین فاکتورها در جهت رشد و تعالی شرکت ها، سازمان ها و در نگاهی وسیع تر جوامع هستیم. روش تحقیق از لحاظ هدف، کاربردی و پس رویدادی است. همچنین از لحاظ روش گردآوری داده ها، توصیفی-همبستگی است و از روش شناسی مبتنی بر بازار استفاده شده است. جامعه آماری این تحقیق ۵۰۵ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره ۷ ساله ۱۴۰۰-۱۳۹۴ می باشند. ۱۳۳ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شد. اطلاعات مورد نیاز از طریق صورت های مالی حسابرسی شده شرکت ها مورد رسیدگی جمع آوری شده است. برای بررسی فرضیه از رگرسیون خطی چند متغیره و داده های ترکیبی با استفاده از مدل حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. این محاسبات از طریق نرم افزار Excel و EVIEWS انجام گرفته است. نتایج نشان می دهد دارایی های مشهود بر اهرم مالی در شرکت های خانوادگی بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین دارایی های نامشهود بر اهرم مالی در شرکت های خانوادگی بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مثبت معناداری دارد. ولی عدم تقارن اطلاعاتی بر اهرم مالی در شرکت های خانوادگی بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری ندارد.

واژگان کلیدی

دارایی مشهود، دارایی نامشهود، عدم تقارن اطلاعاتی، اهرم مالی

۱. دکتری حسابداری، مدیر گروه کارشناسی ارشد موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی خرد بوشهر، بوشهر، ایران. Ahmadihassan80@yahoo.com

۲. دانش آموخته مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.

۳. دانش آموخته مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.

۴. دانش آموخته مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.

۱- مقدمه

ساختار سرمایه یک شرکت نتیجه تصمیم گیری در مورد نحوه تامین مالی عملیات و رشد آن با استفاده ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است. اکثر شرکت ها ساختار سرمایه خود را به عنوان ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام طراحی می کنند تا سرمایه گذاری های خود را در دارایی ها تامین مالی کنند و هزینه سرمایه خود را به حداقل برسانند. به همین دلیل، ارزیابی هزینه ها و منافع مرتبط با استفاده از بدهی و حقوق صاحبان سهام یک اولویت مدیریتی است (کارادنیز و همکاران، ۲۰۰۹). ساختار سرمایه حاصل معمولاً اهرم نامیده می شود. اهرم نسبت بدهی یک شرکت به کل دارایی های آن است.

تئوری های مربوط به ساختار سرمایه بر این فرض استوار است که تصمیمات مالی با هدف به حداکثر رساندن ارزش، در چارچوب یک شرکت مدیریتی بزرگ که مشخصه آن مالکیت پراکنده در میان بسیاری از سهامداران کوچک است، با کنترل متمرکز در دستان معدودی اتخاذ می شود. مدیران حرفه ای و تنظیم روابط تجاری از طریق قراردادهای نمایندگی. اولین نوع شرکت هایی که پیش بینی های نظری آن ها بر روی آن ها آزمایش شد، منطقاً، شرکت های بزرگ بر اساس مدل مدیریتی سازمان دهی شدند. در این زمینه است که مسئله نمایندگی تعریف می شود (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶) این مشکل می تواند بین سهامداران و بستانکاران (هزینه های بدهی نمایندگی) یا بین سهامداران و مدیران (هزینه های حقوق صاحبان سهام آژانس) ایجاد شود. منابع مشکل نمایندگی، تفکیک نقش ها بین نمایندگان است که منجر به واگرایی در انگیزه های فردی آنها و رفتار فرصت طلبانه ناشی از قراردادهای ناقص و/یا غیرقانونی و فقدان تصمیم گیری اخلاقی می شود. مایرز (۲۰۰۱) ادامه می دهد که "همسویی کامل در تئوری غیرممکن و در عمل غیرممکن است."

اصطکاک اصلی در شبکه قراردادی شرکتها عدم تقارن اطلاعاتی است که ریشه مشکلات نمایندگی است (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶). اطلاعات نامتقارن زمانی به وجود می آید که اطلاعات به طور نابرابر بین طرف های درگیر در یک معامله بازار توزیع شود (آکرلوف، ۱۹۷۰؛ استیگلیتز، ۲۰۰۲). این اطلاعات ممکن است مربوط به (الف) کیفیت پروژه های سرمایه گذاری باشد که شرکت به دنبال تامین مالی آنهاست. یا (ب) استفاده بدهکار از منابع خارجی دریافتی. اطلاعات نامتقارن نقش اصلی را در تجزیه و تحلیل روابط بین شرکت و وام دهندگان و در تعیین ساختار سرمایه ایفا می کند. این عدم تعادل اطلاعاتی بین سهامداران/مدیران و بستانکاران، عدم اطمینان در مذاکرات مالی، مشکل در دسترسی به سرمایه خارجی با کیفیت و/یا وام دهندگانی که شرایط خاصی را برای جبران نقص اطلاعاتی خود تعیین می کنند، مانند افزایش هزینه سرمایه یا درخواست تضمین های اضافی (استولز، ۱۹۹۰). در عین حال، بدهی می تواند به عنوان وسیله ای برای کاهش هزینه های نمایندگی بین سهامداران و مدیران مورد استفاده قرار گیرد (سیبیلکوف، ۲۰۰۹). ریسک رفتار فرصت طلبانه مدیران، سهامداران را بر آن خواهد داشت تا به دنبال مکانیسم هایی برای نظارت و کنترل اقدامات مدیران باشند که می تواند بسیار پرهزینه باشد. سطح بالاتر بدهی می تواند تضاد منافع بالقوه بین مدیران و سهامداران را کاهش دهد (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶) زمانی که مدیران را از ایجاد امپراتوری در شرکت هایی با سطوح بالای جریان نقدی آزاد که می تواند در غیر این صورت سلب مالکیت شود، منصرف می کند (جنسن ۱۹۸۶؛ استولز ۱۹۹۰). بنابراین، طراحی ساختار سرمایه با هدف به حداقل رساندن کل هزینه های نمایندگی مرتبط با عدم تقارن اطلاعاتی اداره می شود.

۲- بیان مساله

یکی از مهمترین اهدافی که مدیران مالی باید برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران در نظر بگیرند، تعیین بهترین ترکیب منابع مالی شرکت یا همان ساختار بهینه سرمایه است. معمای ساختار سرمایه یکی از مهمترین مسائل مدیریت مالی بشمار می رود و حتی از معمای سود سهام نیز پیچیده تر است، زیرا اطلاعات مدیریت در زمینه ی ساختار سرمایه بسیار اندک است و هنوز معلوم نیست که شرکت ها بر چه اساسی اوراق بهادار متضمن بدهی، مالکیت و یا مختلط را منتشر می کنند. عدم تقارن اطلاعاتی نیز می تواند تاثیر با اهمیتی بر ساختار سرمایه ی شرکت ها داشته باشد. لذا این پژوهش درصدد است این رابطه و چرایی و چگونگی آن را مورد مطالعه قرار دهد.

در میان ویژگی های شرکتی که بر ساختار سرمایه تاثیر می گذارند، نظریه نمایندگی تأکید ویژه ای بر تأثیر متفاوت ساختار مالکیت دارد (جنسن و مکلینگ^۱، ۱۹۷۶) که پیامدهای ویژه ای برای شرکت خانوادگی دارد، زیرا ویژگی های متمایز آن تأثیر قابل توجهی دارد. تصمیمات ساختار سرمایه علاقه فراینده ای را به تحقیقات کسب و کار خانوادگی جلب کرده است (وورد کرز و همکاران^۲، ۲۰۱۴؛ مایکلز و مولی^۳، ۲۰۱۷)؛ اما این ادبیات همچنان نتایج تجربی متناقضی را گزارش می کند (النجار و حسینی^۴، ۲۰۱۱؛ اشמיד^۵، ۲۰۱۳). این تناقض تجربی ممکن است ناشی از ناهمگونی ذاتی شرکت های خانوادگی باشد که به اندازه کافی در ادبیات کسب و کار خانوادگی تحلیل نشده است (منشینگ و همکاران^۶، ۲۰۱۴). مطالعه کسب و کارهای خانوادگی به عنوان مجموعه ای از سازمان های ناهمگون به عنوان یکی از مرتبط ترین شکاف های تحقیقاتی در این زمینه برجسته می شود (روولی و همکاران^۷، ۲۰۲۱)؛ بنابراین، تفاوت های احتمالی در رفتار مالی بین دسته های متمایز از شرکت خانوادگی ممکن است پشت ناهمبستگی نتایج تجربی در مورد اثر شرکت خانوادگی بر اهرم باشد. اندازه شرکت یک متغیر حیاتی برای تقسیم بندی جمعیت شرکت خانوادگی است، زیرا ادبیات تأثیر قابل توجه آن را بر رفتار مالی شرکت خانوادگی نشان داده است (فاما و فرنچ^۸، ۲۰۰۲؛ کاوالوزو و همکاران^۹، ۲۰۰۲؛ اسپرانسا و همکاران^{۱۰}، ۲۰۰۳؛ لویز-گراسیا و سانچز-آندوچار^{۱۱}، ۲۰۰۷؛ ون کانگهم و ون کامپنهورت^{۱۲}، ۲۰۱۰). این تحقیق بر موضوع تصمیم گیری ساختار سرمایه در شرکت های خانوادگی کوچک و متوسط تمرکز دارد.

بخشی از ماهیت خاص خانوادگی کوچک و متوسط از مالکیت خانواده ناشی می شود. اما در عین حال، نیاز به مطالعه خاص رفتار مالی خانوادگی کوچک و متوسط به دلیل اندازه کوچک آن است که می تواند منجر به اتخاذ یک الگوی رفتاری متمایز از آن شود که آن را حتی از شرکت خانوادگی بزرگ متمایز می کند (عبدالصالح و ورثینگتون^{۱۳}،

¹ - Jensen and Meckling

² - Voordeckers et al.

³ - Michiels and Molly

⁴ - Al-Najjar and Hussainey

⁵ - Schmid

⁶ - Mensching et al.

⁷ - Rovelli et al.

⁸ - Fama and French

⁹ - Cavalluzzo et al.

¹⁰ - Esperança et al.

¹¹ - López-Gracia and Sánchez-Andújar

¹² - Van Caneghem and Van Campenhout

¹³ - Abdulsaleh and Worthington

با این حال و با وجود ماهیت منحصر به فرد خانوادگی کوچک و متوسط، تحقیق در مورد اهرم آن در اصل از چارچوب های تحلیلی مشابهی پیروی می کند که برای مطالعه این موضوع در دنیای شرکت ها به طور کلی و در شرکت خانوادگی بزرگ/فهرست شده به طور خاص استفاده می شود (پوتزیوریس^۱، ۲۰۰۱؛ لویز-گراسیا و سانچز-آندوجار، ۲۰۰۷). این انتخاب نظری با یک مشکل با عنوان در نظر گرفتن نظریه مدیریتی شرکت به عنوان چارچوب تحلیلی روبرو می شود.

این عدم قطعیت نظری چندین نکته را احاطه می کند که سؤالات اصلی تحقیق ما را تشکیل می دهند. ابتدا، میزان کمک مدل های مدیریتی و رفتاری شرکت به درک انتخاب ساختار سرمایه در خانوادگی کوچک و متوسط را مورد سوال قرار می دهیم. دوم، ارزش بررسی میزان افشای مالی و سرمایه گذاری در دارایی های مشهود به خودی خود راهی مؤثر برای خانوادگی کوچک و متوسط برای ارائه تصویری قابل اعتماد از شرکت است که در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد و اینکه چگونه این اثر به سطح اهرم سوم، مناسب است که پیرسیم ساختار سرمایه با توجه به دارایی های خاصی که خانوادگی کوچک و متوسط توسعه می دهد چگونه تغییر می کند.

در آخر، این تحقیق تأیید می کند که در مورد خانوادگی کوچک و متوسط، رابطه بین مالکیت خانواده و اهرم، پیچیده تر و مشروط تر از آن چیزی است که در مدل های مالی و رفتاری فرض شده است. مجموعه دوم مشارکت به مشکل خاص ساختار سرمایه خانوادگی کوچک و متوسط و تناقضات در تلاش برای توضیح آن از طریق نظریه کلاسیک مالی می پردازد. سومین سهم قابل توجه مربوط به شکافی است که نظریه مالی در رابطه با ارزش دارایی های نامشهود برای بدهی ایجاد می کند. در نهایت، نتایج تجربی گزارش شده به پر کردن شکاف موجود در مورد پیامدهای تابع هدف خانوادگی کوچک و متوسط برای استراتژی و کارآفرینی کمک می کند.

پس از این مقدمه، ساختار باقی مانده کار به شرح زیر است. مروری بر ادبیات عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در بخش دوم بررسی شده و در بخش سوم فرضیه های کاری ارائه شده است. روش شناسی، پایگاه داده ها و اندازه گیری متغیرهای موجود در تحلیل رگرسیون در بخش چهارم ارائه شده است. نتایج تجربی تجزیه و تحلیل آماری در بخش پنجم ارائه شده است در حالی که بخش ششم شامل بحث در مورد نتایج است. بخش آخر شامل نتیجه گیری از مطالعه، توصیه هایی برای عملکرد تجاری و شرح محدودیت های مطالعه و جهت گیری های تحقیقاتی آینده است. ما به دنبال پاسخ به این سؤال هستیم که آیا دارایی های مشهود و نامشهود، عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان عوامل تعیین کننده اهرم مالی در شرکت های خانوادگی بورس اوراق بهادار تهران هست یا خیر؟

۳- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

نقش محوری سرمایه در دنیای تجارت امروز بر هیچ کسی پوشیده نیست یکی از مهمترین ملزومات هر فعالیت اقتصادی فراهم کردن منابع مالی مورد نیاز است. قطعا شناسایی راه های مختلف تامین مالی و بهره گیری از ابزارهای مناسب مالی، مدیریت را در اتخاذ تصمیمات صحیح تر و کسب منابع بیشتر یاری خواهد نمود (آب جام، ۱۳۸۸). هنگامی که شرکت ها برای تأمین سرمایه، از بدهی استفاده می کنند، اهرم مالی در تجزیه و تحلیل صورت های مالی مفهوم معنی دارتری پیدا می کند. (احمدی و همکاران؛ ۱۳۹۵)

¹ - Poutziouris

اهرم مالی شرکت ها در تصمیم های سرمایه گذاری نقشی تعیین کننده ایفا می کند. برخی از پژوهش های قبلی بیانگر وجود رابطه بین اهرم مالی و عواملی همچون نرخ بازده دارایی ها، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت است. (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۸۸) دارایی ها شامل دو نوع می شوند. دارایی های مشهود که شکل فیزیکی دارند و شامل دارایی های ثابت نظیر ماشین آلات، ساختمان ها و زمین و دارایی های جاری همچون فهرست موجودی کالا می شود. نقطه مقابل دارایی مشهود، دارایی نامشهود است؛ و دارایی های نامشهود که ماهیت فیزیکی یا واقعی ندارند و مالکیت های فکری شرکت ها (نظیر ثبت اختراع، حقوق مالکیت و روش های منحصربه فرد تجاری)، نام تجاری و قراردادهایی که بعضاً شرکت ها پیش از این بسته اند، از جمله دارایی های نامشهود شرکت ها را تشکیل می دهد.

مطابق نظریه اطلاعات نامتقارن در تئوری های ساختار سرمایه، مدیران و دیگر کارکنان داخلی شرکت، اطلاعات بیشتری درباره آینده شرکت دارند که این پدیده را اطلاعات نامتقارن می نامند. در صورتی که این اطلاعات بیانگر آینده ای مطلوب برای شرکت باشد، مدیران ترجیح می دهند، در ساختار سرمایه از بدهی بیشتر استفاده کنند؛ به عبارت دیگر، با تامین مالی از طریق بدهی و عدم ورود سهامداران جدید به دلیل عدم افزایش سرمایه، منافع آینده برای سهامداران کنونی باقی خواهد ماند. برعکس، در صورتی که وضعیت آینده شرکت مطلوب پیش بینی نشود، ترجیح می دهند از راه انتشار سهام عادی و افزایش سرمایه، تامین مالی کنند. (آنتونیو^۱ و همکاران، ۲۰۰۵)

از نظر تئوریک انتظار می رود که بین اهرم مالی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی داری وجود داشته باشد. افزایش بدهی سبب می شود که مدیران مالی شرکت ها تصمیمات بهتری را در سرمایه گذاری اتخاذ کنند و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه گذاران کاهش می یابد. لذا می توان انتظار داشت که ساختار سرمایه شرکت می تواند بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت موثر باشد. (لایورا^۲ و همکاران، ۲۰۰۶).

از این رو، مطالعه و بررسی تاثیر دارایی های مشهود و نامشهود، عدم تقارن اطلاعاتی بر اهرم مالی در شرکت های خانوادگی بورس اوراق بهادار تهران در کشور ما می تواند گامی اساسی در راستای ایجاد بستر مناسب برای تحقیقات آینده باشد؛ بنابراین این موضوع از نظر محقق از اهمیت زیادی برخوردار است و نتایج این تحقیق که قرار است در جامعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد، می تواند راهگشای حل بسیاری از سؤالات موجود در این زمینه باشد.

۴- چارچوب نظری فرضیه های تحقیق

شرکت های کوچک و متوسط به دلیل شدت سرمایه پایین تر و این واقعیت که دارایی های ثابت آنها نسبتاً جدیدتر و از نظر فناوری مدرن تر هستند، همیشه در زمینه وثیقه گذاری دارایی های مشهود خود با مشکل مواجه هستند. بی اعتمادی وام دهندگان به ارزش انحلال دارایی های مشهود شرکت های کوچک و متوسط خانوادگی بر تمایل آنها برای سرمایه گذاری تأثیر منفی می گذارد. با این حال، بدهی است که دقیقاً درجه بالاتر شفافیت اطلاعات مرتبط با این عوامل است (آکرلوف^۳ ۱۹۷۰؛ استیگلitz^۴ ۲۰۰۲) که هرگونه شک و تردیدی را برطرف می کند که می تواند ارزش وثیقه چنین

¹ Antoniou

² Laura

³ Akerlof

⁴ Stiglitz

دارایی هایی را در شرکت های کوچک و متوسط خانوادگی کاهش دهد. در این شرکت ها، به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، دارایی های مشهود وثیقه باید با سیاست افشای عمومی اطلاعات مالی جامع و دقیق ترکیب شوند. نوع دوستی خانوادگی همراه با تأثیر سبد سرمایه گذاری غیر متنوع خانواده نیز به تعدیل منافع شخصی مدیران و اولویت دادن به تعهد بلندمدت کمک می کند (کروپ^۱ و همکاران، ۲۰۱۴). این تابع هدف منجر به کاهش نوسانات جریان نقدی و ریسک نکول و در نتیجه همسویی بهتر منافع بین شرکت های کوچک و متوسط خانوادگی و طلبکاران آن (چوآ^۲ و همکاران ۲۰۱۱؛ لی^۳ و همکاران ۲۰۱۹) می شود. برخی از مطالعات حتی به سیاست های وام دهی بانکی اشاره می کنند که تمایل دارند ضمانت ارائه شده توسط ثروت مالکان را بر ظرفیت بازپرداخت شرکت ترجیح دهند (کروپ^۴ و همکاران، ۲۰۱۴). بنابراین شرکت های کوچک و متوسط خانوادگی باید تلاش بیشتری برای اطمینان از شفافیت اطلاعات و ارائه دارایی های مشهود شخصی و تجاری به عنوان سیگنالی برای وام دهندگان مبنی بر تمایل آنها برای به اشتراک گذاشتن خطرات تصمیمات مالی انجام دهد (آدرتش و الستون ۲۰۱۰).

با توجه به اطلاعات در دسترس عموم، اگر مالکیت متمرکزی وجود داشته که پایدار باشد و برای بانک ها کاملاً شناخته شده باشد، این می تواند به ایجاد یک روابط اعتماد پایدار طولانی مدت، شخصی و آگاهانه بین مدیران شرکت های خانوادگی و مؤسسه اعتباری کمک کند (روولی^۵ و همکاران ۲۰۲۱). اعتماد وام دهندگان از طریق اطلاع از تاریخچه اعتباری خانواده مالک و شهرت تجاری و همچنین با تعهد اصلی شرکت های خانوادگی برای ادامه تجارت (هدف بقا) تقویت می شود؛ بنابراین، اطلاعات مالی با شهرت در مورد خانواده مالک افزایش می یابد و در نتیجه به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک می کند و کاهش عدم اطمینان، سبب ایجاد هزینه های کمتر بدهی گردیده (اندرسون و همکاران، ۲۰۰۳) و شرکت های خانوادگی را قادر می سازد تا اهرم خود را افزایش دهد.

۵- پیشینه داخلی و خارجی

یادگاری و حاج حیدری (۱۴۰۱) به بررسی اثر مالیات شرکت و اهرم مالی بر ریسک سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، ۱۰۸ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده و در دوره زمانی هفت ساله بین سال های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ مورد تحقیق و بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش بیانگر این است که هزینه مالیات بر ریسک سرمایه گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد بدین معنی که با افزایش هزینه مالیات، ریسک سرمایه گذاری افزایش خواهد یافت. همچنین، اهرم مالی بر ریسک سرمایه گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد بدین معنی که با افزایش اهرم مالی، ریسک سرمایه گذاری کاهش خواهد یافت.

گودرزی فراهانی و محرابیان (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر روش های تأمین مالی بخش صنعت بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری مورد استفاده در این مطالعه مربوط به ۷۰

¹ Koropp

² Chua

³ Li

⁴ Koropp

⁵ Rovelli

شرکت شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۹-۱۳۹۰ بوده است. نتایج بدست آمده از مدل برآورد شده نشان دهنده این موضوع بوده است که نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر معنی داری دارد. نتایج نشان داد که متغیرهای نقدینگی، نسبت بدهی و اهرم مالی تأثیر منفی بر سرمایه گذاری و متغیرهای اندازه شرکت و بازده دارایی های اثر گذاری مثبتی داشته اند.

صالحی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی "تأثیر نقدشوندگی سهام بر اهرم مالی مازاد: با تأکید بر نقش عدم تقارن اطلاعاتی" پرداخته اند. لذا این پژوهش به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی مازاد در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ با استفاده از اطلاعات ۱۳۳ شرکت منتخب پرداخته است. نتایج فرضیه های پژوهش نشان داد که بین نقد شوندگی سهام و اهرم مالی مازاد رابطه منفی و معنی داری وجود دارد و عدم تقارن اطلاعاتی این رابطه را تعدیل می کند و از شدت آن می کاهد. در واقع در شرکت هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاست به دلیل عدم دسترسی همزمان همه افراد به اطلاعات و وجود عدم تقارن اطلاعاتی، باعث می شود تا تأثیر منفی نقدشوندگی بر اهرم مالی مازاد شدت کمتری بگیرد و از آن کاسته شود.

کامیسون^۱ و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی مشهود بودن دارایی، عدم تقارن اطلاعاتی و نامشهود به عنوان عوامل تعیین کننده اهرم شرکت های خانوادگی پرداختند. با استفاده از نمونه ای از شرکت های کوچک و متوسط گردشگری اسپانیا، نتایج نشان می دهد که چگونه کنترل خانواده با تمایل به گرفتن بدهی مرتبط است، به طوری که میل به حفظ کنترل اجتماعی و ثروت اجتماعی-عاطفی بر ریسک گریزی غالب است، زیرا رابطه بین مالکیت خانواده و اهرم ها پیچیده تر و مشروط تر از آنچه در مسائل مالی فرض شده است می باشد.

باسیاکو^۲ و همکاران (۲۰۲۲) به مطالعه ای با عنوان آیا تأمین مالی بر حساسیت وجه نقد و سرمایه گذاری به مشهود بودن دارایی تأثیر می گذارد؟ پرداختند. نتایج نشان داد که تأمین مالی حساسیت نقدینگی و سرمایه گذاری را نسبت به مشهود بودن دارایی کاهش می دهد و سرمایه گذاری و رشد شرکت را ارتقا می دهد. نتایج نشان می دهد که دسترسی بیشتر به تأمین مالی به شرکت های دارای محدودیت مالی اجازه می دهد در پروژه های مولد سرمایه گذاری کنند که در غیر این صورت ممکن است انجام نشوند.

کامپلو و گیامبونا^۳ (۲۰۲۲) به بررسی رابطه مشهود بودن دارایی و ساختار سرمایه پرداختند. این مطالعه شواهد جدیدی را نشان می دهد مبنی بر اینکه قابلیت استقرار مجدد دارایی های مشهود (فرا تر از معیارهای استاندارد مشهود بودن) یک عامل تعیین کننده کلیدی ساختار سرمایه شرکت است مطابق با دیدگاه عرضه اعتبار از ساختار سرمایه، نتایج نشان داد که قابلیت استقرار مجدد دارایی یک محرک مهم اهرمی برای شرکت هایی است که احتمال بیشتری دارد با اصطکاک اعتباری مواجه شوند.

اوودیلا^۴ و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی "تأثیر عدم تقارن اطلاعات، عملکرد مالی، اهرم مالی، مالکیت مدیریتی بر مدیریت سود با کمیته حسابرسی به عنوان متغیرهای تعدیل" پرداخته اند. این مطالعه با هدف تجزیه و تحلیل اثر عدم تقارن اطلاعاتی، عملکرد مالی، اهرم مالی و مالکیت مدیریتی به عنوان عواملی که بر مدیریت سود در

¹ Camison

² Boasiako

³ Campello, & Giambona

⁴ Evodila

شرکت‌های اجراکننده سیاست‌های عرضه اولیه عمومی (IPO) برای دوره ۲۰۱۸-۲۰۱۴ تأثیر می‌گذارد، می‌پردازد. این مطالعه همچنین متغیر کمیته حسابرسی را که به عنوان متغیر تعدیل کننده در مدل تحقیق استفاده می‌شود، مورد آزمون قرار می‌دهد. جمعیت شرکت‌هایی هستند که سیاست‌های عرضه عمومی اولیه (IPO) را برای دوره ۲۰۱۸-۲۰۱۴ اجرا می‌کنند. نتایج این مطالعه همچنین نشان می‌دهد که کمیته حسابرسی قادر به تعدیل اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر مدیریت سود است، از سوی دیگر کمیته حسابرسی قادر به تعدیل عملکرد مالی و اهرم مالی بر مدیریت سود نیست.

فنگیان و ینگ^۱ (۲۰۲۰) به بررسی کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و هزینه تأمین بدهی پرداختند. نتایج نشان داد هنگامی که یک شرکت تأمین مالی خارجی می‌کند، باید اطلاعات حسابداری افشا شده توسط شرکت را به طلبکاران خارجی مربوطه ارائه دهد. اعتباردهندگان از این امر برای درک شرایط مختلف شرکت استفاده می‌کنند و از آن به عنوان مبنایی برای سرمایه گذاری استفاده می‌کنند. فقط افشای اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا می‌تواند اعتماد سرمایه گذاران خارجی مربوط را جلب کند، هزینه های تأمین بدهی را کاهش داده و تأمین مالی بیشتری را به دست آورد.

افلاطونی^۲ و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی "عدم تقارن اطلاعات، اهرم و ارزش شرکت: آیا بحران و رشد اهمیت دارند؟" پرداخته اند. با تکیه بر تئوری‌های سفارش و هزینه نمایندگی، میزان عدم تقارن اطلاعاتی تعیین کننده مهم ارزش شرکت و میزان مشروط بودن این رابطه به سطح اهرم شرکت‌ها را ارزیابی می‌کنیم. ما همچنین تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی را بر ارزش شرکت در دوره قبل و بعد از بحران مالی ۲۰۰۷ و برای شرکت‌های فرصت رشد بالا و پایین ارزیابی می‌کنیم. با استفاده از نمونه بزرگی از شرکت‌های بریتانیا، یافته‌های تجربی ما نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات بر ارزش شرکت تأثیر منفی می‌گذارد و این اثر با اهرم شرکت کاهش می‌یابد. همچنین دریافتیم که اهرم تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد و اثر حاشیه ای اهرم برای شرکت های نامتقارن اطلاعاتی کمتر است. علاوه بر این، متوجه شدیم که رابطه بین عدم تقارن اطلاعات و ارزش شرکت در دوره پس از بحران نسبت به دوره قبل از بحران بارزتر است. در نهایت، نشان می‌دهیم که تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت برای شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالا (کم) بیشتر (کم‌تر) است.

۶- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی

دارایی های مشهود و نامشهود و عدم تقارن اطلاعاتی بر اهرم مالی با نقش تعدیلی شرکت های خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

¹ Fangyuan & Ying

² Aflatooni

فرضیه فرعی

۱- دارایی های مشهود بر اهرم مالی با نقش تعدیلی شرکت های خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

۲- دارایی های نامشهود بر اهرم مالی با نقش تعدیلی شرکت های خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

۳- عدم تقارن اطلاعاتی بر اهرم مالی با نقش تعدیلی شرکت های خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

۷- روش پژوهش، جامعه آماری و روش نمونه گیری

در این پژوهش برای اینکه نمونه یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، برای انتخاب نمونه از روش غربالگری (حذفی) استفاده شده است.

نمونه آماری شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران که از شرایط زیر برخوردار باشند: پیش فرض ها به ترتیب اعمال شدند بدین صورت که هر شرکتی که در پیش فرض اول قرار گرفته است برای شمارش پیش فرض های بعدی لحاظ نگردیده است. در این تحقیق بعد از اعمال پیش فرض ها، ۱۳۳ شرکت باقی ماندند.

۸- نحوه سنجش متغیرها

جدول (۱) تعریف متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری

متغیر	نماد	نوع متغیر	نحوه اندازه گیری
عدم تقارن اطلاعاتی	Q	مستقل	$Quoted\ Spread_{it} = \frac{Ask_{it} - Bid_{it}}{\left(\frac{Ask_{it} + Bid_{it}}{2}\right)}$
دارایی نامشهود	IA	مستقل	دارایی های نامشهود است که مبلغ آن از طریق ترازنامه و صورتهای مالی بدست می آید
دارایی مشهود	TANG	مستقل	نسبت دارایی های مشهود (دارایی ثابت خالص) به کل دارایی ها
شرکت خانوادگی	FF	تعدیلگر	یک متغیر دومی است اگر شرکتی ۲۵ درصد سهام یا بیشتر داشته باشد یک در غیر اینصورت صفر
اندازه شرکت	SIZE	کنترلی	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها
سن شرکت	AGE	کنترلی	لگاریتم طبیعی تعداد سال های پس از ایجاد شرکت
سودآوری	PROF	کنترلی	نسبت سود قبل از بهره و مالیات به مجموع دارایی ها
رشد فروش	QROWTH	کنترلی	فروش در سال جاری منهای فروش در سال قبل تقسیم بر فروش در سال قبل.

۹- یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول (۲) شاخص‌های توصیف کننده متغیرهای پژوهش، شاخص‌های مرکزی، شاخص‌های پراکندگی و شاخص‌های شکل توزیع (آماري)

پنل الف - متغیرهای پیوسته									
نام متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
اهرم مالی	LEV	۹۳۱	۰,۵۷۷۴	۰,۵۹۳۵	۱,۵۶۵۶	۰,۰۱۲۷	۰,۲۲۳۲	- ۰,۰۱۲۶	۳,۳۸۹۱
عدم تقارن اطلاعاتی	Q	۹۳۱	۰,۰۳۴	۰,۰۳۵۱	۰,۰۷۳۲	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۹۸	- ۰,۲۷۹۴	۳,۸۶۷۶
دارایی نامشهود	IA	۹۳۱	۰,۲۴۴۵	۰,۱۹۹۲	۰,۹۳۳	۰,۰۰۰۰	۰,۱۷۹۹	۱,۰۴۰۳	۳,۶۵۰۵
دارایی مشهود	TANG	۹۳۱	۰,۰۰۴۸	۰,۰۰۱۹	۰,۰۵۶۳	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۸	۱,۳۶۳۷	۷,۹۷۰۲
شرکت خانوادگی	FF	۹۳۱	۰,۱۳۵۳	۰	۱	۰	۰,۳۴۲۳	۲,۱۳۲	۵,۵۴۵۴
اندازه شرکت	SIZE	۹۳۱	۱۴,۳۱۲۵	۱۴,۱۴۹۴	۱۹,۷۷۳۹	۱۰,۴۹۲۵	۱,۴۸۷۲	۰,۸۱۲۱	۴,۴۲۹۱
سن شرکت	AGE	۹۳۱	۳,۶۶۶۱	۳,۷۸۴۲	۴,۲۰۴۷	۲,۶۳۹۱	۰,۳۴۰۱	-۰,۸۴۵	۲,۷۹۷۹
سودآوری	PROF	۹۳۱	۰,۱۲۳۴	۰,۱۰۰۵	۰,۶۴۶۷	-۰,۴۰۴۵	۰,۱۵۲۸	۰,۵۴۳۷	۴,۰۹۳۵
رشد فروش	QROWTH	۹۳۱	۰,۲۵۹۱	۰,۱۷۳۳	۷,۸۱۵۵	-۰,۹۳۱	۰,۶۰۱۱	۱,۵۱۴۸	۸,۸۱۳۲
پنل ب - متغیرهای دو ارزشی									
نام متغیر	نماد	نوع طبقه	فراوانی	درصد فراوانی					
شرکت	FF	۱	۱۱۳	۱۲,۰٪					
خانوادگی		۰	۸۲۵	۸۸,۰٪					

در جدول (۲)، برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی ارائه شده است. در این میان، پارامترهای مرکزی، دسته‌ای از پارامترهای توصیف کننده‌ی یک توزیع آماری هستند که ویژگی داده‌ها را نسبت به مرکز توزیع بیان می کنند. میانگین به عنوان نقطه تعادل و مرکز ثقل یک توزیع آماری، یکی از شاخص‌های مرکزی مناسب برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. در جدول (۲) تعداد مشاهدات مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه ۹۳۱ (۱۳۳ شرکت در ۷ سال) است. همچنین مشاهده می شود که میانگین و انحراف معیار متغیرهای، اهرم مالی $0/223 \pm 0/577$ ، عدم تقارن اطلاعاتی $0/10 \pm 0/34$ ، دارایی نامشهود

۰/۱۸۰ ± ۰/۲۴۴، دارایی مشهود ۰/۰۰۵ ± ۰/۰۰۸، شرکت خانوادگی ۰/۱۳۵ ± ۰/۳۴۲، اندازه شرکت ۰/۴۸۷ ± ۱۴/۳۱۲، سن شرکت ۰/۳۴۰ ± ۳/۶۶، سودآوری ۰/۱۵۳ ± ۰/۱۲۳ و رشد فروش ۰/۶۰۱ ± ۰/۲۵۹ است.

پایایی متغیرها

جدول (۳) نتایج آزمون مانایی برای متغیرهای مدل ها

متغیرها	نماد	لوین، لین و چو	نتایج
		آماره	احتمال
اهرم مالی	LEV	-۲۴۶,۸۴۶	۰,۰۰۰
عدم تقارن اطلاعاتی	Q	-۱۸,۴۴۷	۰,۰۰۰
دارایی نامشهود	IA	-۲۳,۵۸۸	۰,۰۰۰
دارایی مشهود	TANG	-۲۳۴,۳۱۸	۰,۰۰۰
شرکت خانوادگی	FF	-۷۸,۴۹۵	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۱۷,۸۳۲	۰,۰۰۰
سن شرکت	AGE	-۷۸,۴۹۵	۰,۰۰۰
سودآوری	PROF	-۳۱,۱۳۵	۰,۰۰۰
رشد فروش	QROWTH	-۵۵,۸۶۶	۰,۰۰۰

* p-value (prob)

قبل از تفسیر نتایج جدول (۳) ذکر این نکته قابل توجه است که در آزمون ریشه واحد، فرض صفر بیانگر نامانایی متغیرها است. در این صورت چنانچه مقدار P کمتر از سطح معناداری ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد خواهد شد. به این ترتیب نتایج حاصل از آزمون مانایی برای داده های ترکیبی (پانل) در جدول (۳) نشان از مانا بودن تمام متغیرهای مورد مطالعه است.

تحلیل داده ها

عدم وجود خودهمبستگی جمله خطا (باقیمانده ها)

جدول (۴) آزمون همبستگی سریالی LM

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری
مدل اول	F(۲,۹۱۷)	۴۶۰/۵۰۰	۰/۰۰۰

با توجه به جدول (۴) مشاهده می شود مدل پژوهش مشکل وجود همبستگی جمله خطا وجود دارد.

ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده ها)

جدول (۵) آزمون بروش-پاگان-گودفری

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری
مدل اول	F(۱۱,۹۱۹)	۲/۸۴۰	۰/۰۰۱

در این آزمون فرض بر ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها است که با توجه به جدول فوق و معنادار بودن مدل پژوهش، فرضیه ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل‌های پژوهش پذیرفته نمی‌شود، الگو دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد و نمی‌توان از رگرسیون خطی استفاده نمود و نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) است.

عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل است. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می‌شود که تعداد متغیرهای معنی‌دار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی است. نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد؛ که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول (۶) نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در مدل اول پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
عدم تقارن اطلاعاتی	Q	۰,۸۴۹۷۷۹۱۷	۱,۱۷۶۷۷۶۳۲
دارایی نامشهود	IA	۰,۸۱۳۵۰۷۹۳	۱,۲۲۹۲۴۴۳۲
دارایی مشهود	TANG	۰,۷۵۳۸۱۹۱۷	۱,۳۲۶۵۷۸۱۰
شرکت خانوادگی	FF	۰,۲۷۶۷۳۰۶۷	۳,۰۳۲۵۹۹۰۶
عدم تقارن اطلاعاتی * شرکت خانوادگی	Q* FF	۰,۴۷۹۹۸۳۲۳	۲,۵۰۲۶۲۰۲۱
عدم تقارن اطلاعاتی * شرکت خانوادگی	REPUT* FF	۰,۲۹۳۲۹۶۲۱	۳,۴۰۹۵۲۲۳۵
عدم تقارن اطلاعاتی * شرکت خانوادگی	TANG* FF	۰,۴۵۶۰۴۸۶۴	۲,۱۹۲۷۴۸۵۵
اندازه شرکت	SIZE	۰,۹۶۸۳۴۱۴۱	۱,۰۳۲۶۹۳۶۳
سن شرکت	AGE	۰,۹۸۵۹۴۵۸	۱,۰۱۴۲۵۴۵۳
سودآوری	PROF	۰,۸۶۱۷۶۳۱۲	۱,۱۶۰۴۱۱۶۹
رشد فروش	QROWTH	۰,۹۵۱۰۶۴۲۱	۱,۰۵۱۴۵۳۷۲

۸- تحلیل یافته‌ها

آزمون تشخیص مدل (آزمون چاو)

جدول (۷) نتایج آزمون F لیمر برای مدل‌ها

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۱۸/۳۴۲	(۱۳۳،۷۸۷)	۰/۰۰۰	استفاده از داده‌های تابلویی

همان گونه که در جدول (۷) مشاهده می شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت ها در مورد مدل ها رد می شود ($p < 0/05$). این بدان معنی است که نمی توان مدل ها را با روی هم ریختن داده های مربوط به شرکت های مورد مطالعه و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل ها با استفاده از داده های پانل برای ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مشخص می شود.

آزمون تشخیص نوع مدل (آزمون هاسمن)

جدول (۸) نتایج آزمون هاسمن برای مدل ها

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۹۱/۸۷۰	۱۱	۰/۰۰۰	استفاده از مدل اثرات ثابت

همان گونه که در جدول (۸) مشاهده می شود فرض صفر کاراتر بودن مدل اثرات تصادفی برای شرکت های مورد مطالعه رد می شود ($p < 0/05$). به عبارتی نتایج بیانگر تائید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی است بنابراین مدل ها برای ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید به صورت اثرات ثابت تخمین زده شود.

فرضیات پژوهش

جدول (۹) نتایج بررسی ضرایب جزئی با روش ثابت با توجه به ناهمسانی مدل

متغیر وابسته: اهرم مالی، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱						
$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 TANQ_{it} + \beta_3 REPUT_{it} + \beta_5 FF_{it} + \beta_6 FF_{it} * Q_{it} + \beta_7 FF_{it} * TANQ_{it} + \beta_8 FF_{it} * REPUT_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} AGE_{it} + \beta_{11} PROF_{it} + \beta_{12} QROWTH_{it}$						
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	خطای استاندارد	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	C	۱,۵۳۶۸	۰,۱۲۶۶	۱۲,۱۴۲۲	۰,۰۰۰۰	معنادار
عدم تقارن اطلاعاتی	Q	۰,۰۰۳۵	۰,۱۳۱	۰,۰۲۶۴	۰,۹۷۸۹	عدم تایید
دارایی نامشهود	IA	-۰,۵۴۲۸	۰,۰۴۰۸	-۱۳,۳۱۷۵	۰,۰۰۰۰	معنادار
دارایی مشهود	TANG	-۲,۲۰۵۶	۰,۳۲۷۴	-۶,۷۳۷	۰,۰۰۰۰	معنادار
شرکت خانوادگی	FF	۰,۰۴۴۵	۰,۰۱۳۱	۳,۳۹۶۴	۰,۰۰۰۰۷	معنادار
عدم تقارن اطلاعاتی * شرکت خانوادگی	Q* FF	-۱,۰۷۵۲	۱,۳۹۵۳	-۰,۷۷۰۶	۰,۴۴۱۲	عدم تایید
دارایی نامشهود * شرکت خانوادگی	REPUT* FF	۰,۳۵۳۸	۰,۰۶۹۶	۵,۰۸۳۸	۰,۰۰۰۰	معنادار
دارایی مشهود * شرکت خانوادگی	TANG* FF	۲,۳۲۵	۰,۸۶۹۴	۲,۶۷۴۱	۰,۰۰۰۷۶	معنادار
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۰۴۶	۰,۰۰۵۳	۰,۸۷۶۸	۰,۳۸۰۹	عدم تایید
سن شرکت	AGE	-۰,۲۲۱۷	۰,۰۴۹۵	-۴,۴۸۳	۰,۰۰۰۰	معنادار

متغیر وابسته: اهرم مالی، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱						
$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 TANQ_{it} + \beta_3 REPUT_{it} + \beta_5 FF_{it} + \beta_6 FF_{it} * Q_{it} + \beta_7 FF_{it} * TANQ_{it} + \beta_8 FF_{it} * REPUT_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} AGE_{it} + \beta_{11} PROF_{it} + \beta_{12} QROWTH_{it}$						
معنادار	۰,۰۰۰۰	-۵۲,۷۱۳۸	۰,۰۱۳۱	-۰,۰۶۹۱۷	PROF	سودآوری
معنادار	۰,۰۰۰۰	-۴,۱۶۳۸	۰,۰۰۳۹	-۰,۰۱۶۴	QROWTH	رشد فروش
معنادار	۰,۰۰۰۰۳	۳,۶۲۳	۰,۱۱۲۳	۰,۰۴۰۶۹	Res(-1)	وقفه مدل
۲/۰۲۷		Durbin-Watson stat			آماره دوربین-واتسون	
۲۰۷/۹۱۰		F-statistic			آماره F	
۰/۰۰۰		Prob(F-statistic)			احتمال (آماره F)	
۰/۵۶۴		Adjusted R-squared			ضریب تعیین تعدیل شده	
۰/۵۷۱		R-squared			ضریب تعیین	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

آزمون t: با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی شرکت‌های خانوادگی می‌توان نتیجه گرفت شرکت‌های خانوادگی با اهرم مالی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < 0/05$). با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیونی دارایی‌های مشهود می‌توان نتیجه گرفت دارایی‌های مشهود با اهرم مالی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < 0/05$). نتایج جدول ۴-۱۱ نشان می‌دهد که ضریب مثبت متغیر دارایی‌های مشهود بر اهرم مالی با توجه به متغیر تعدیل‌کننده شرکت‌های خانوادگی برای شرکت‌های مورد مطالعه معنادار است ($p < 0/05$)؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیون دارایی‌های مشهود * شرکت‌های خانوادگی می‌توان نتیجه گرفت که دارایی‌های مشهود با اهرم مالی با توجه به متغیر تعدیل‌کننده شرکت‌های خانوادگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری مثبت (مستقیم) دارد؛ بنابراین فرضیه اول فرعی مورد تایید می‌باشد.

با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیونی دارایی‌های نامشهود می‌توان نتیجه گرفت دارایی‌های مشهود با اهرم مالی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < 0/05$). نتایج جدول ۴-۱۱ نشان می‌دهد که ضریب مثبت متغیر دارایی‌های نامشهود بر اهرم مالی با توجه به متغیر تعدیل‌کننده شرکت‌های خانوادگی برای شرکت‌های مورد مطالعه معنادار است ($p < 0/05$)؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیون دارایی‌های نامشهود * شرکت‌های خانوادگی می‌توان نتیجه گرفت که دارایی‌های نامشهود با اهرم مالی با توجه به متغیر تعدیل‌کننده شرکت‌های خانوادگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری مثبت (مستقیم) دارد؛ بنابراین فرضیه دوم فرعی مورد تایید می‌باشد.

توجه به مقدار ضریب رگرسیونی عدم تقارن اطلاعاتی می‌توان نتیجه گرفت عدم تقارن اطلاعاتی با اهرم مالی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری ندارد ($p > 0/05$). نتایج جدول ۴-۱۱ نشان می‌دهد که ضریب متغیر عدم تقارن اطلاعاتی بر اهرم مالی با توجه به متغیر تعدیل‌کننده شرکت‌های خانوادگی برای شرکت‌های

مورد مطالعه معنادار نیست ($p > 0.05$)؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نشده و با توجه به مقدار ضریب رگرسیون عدم تقارن اطلاعاتی* شرکت های خانوادگی می توان نتیجه گرفت که عدم تقارن اطلاعاتی با اهرم مالی با توجه به متغیر تعدیل کننده شرکت های خانوادگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری ندارد؛ بنابراین فرضیه سوم فرعی مورد تایید می باشد.

نتایج نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t به استثنای متغیر اندازه شرکت برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد یعنی به جزء متغیرهای یاد شده، مابقی متغیرها در مدل معنی دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می دهد که سن شرکت، سودآوری و رشد شرکت تأثیر منفی و معناداری بر اهرم مالی دارند.

۹- نتیجه گیری

فرضیه اول فرعی: دارایی های مشهود بر اهرم مالی با نقش تعدیلی شرکت های خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

نسبت های اهرم مالی برای وام دهندگان اهمیت دارد؛ زیرا نشان می دهد که آیا درآمد شرکت هزینه های ثابت و بهره را پوشش می دهند یا نه و آیا در صورت ورشکستگی دارایی های شرکت برای بازپرداخت بدهی ها کافی هستند یا نه. نسبت های اهرم مالی میزان کل بدهی های شرکت را اندازه می گیرند. نسبت های مزبور منعکس کننده ی توانایی شرکت برای پاسخگویی به تعهدات کوتاه مدت و بلند مدت هستند. این نسبت ها از طریق مقایسه ی هزینه های ثابت و سود یا با ارتباط دادن بدهی ها به حقوق صاحبان سرمایه محاسبه می شوند. اگر وام و هزینه بهره بیش از حد باشد امکان ورشکستگی شرکت افزایش می یابد که این مهم در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز نتایج مهمی خواهد داشت.

این نتایج همسو با کامیسون و همکاران (۲۰۲۲)، باسیاکو و همکاران (۲۰۲۲) و کامپلو و گیامبونا (۲۰۲۲) است. فرضیه دوم فرعی: دارایی های نامشهود بر اهرم مالی با نقش تعدیلی شرکت های خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

تفاوت دارایی مشهود و نامشهود را در فیزیکی بودن و قابلیت شناسایی می-داند و عقیده دارد حتی اگر دارایی-های نامشهود شناسایی شوند، قیمت بازار مناسبی برای آنها وجود ندارد و ارزش تخمینی یک دارایی نامشهود هرگز نمی-تواند با قیمت بازار تأیید شود و به طور ذاتی، قضاوتی است. دارایی نامشهود مناسب، به شرکت برای دستیابی موفقیت آمیز به ریشه های خلق ارزش کمک می-کند. افزون بر این، پژوهشگران معتقدند دارایی-های نامشهود، محرک اصلی برای رشد و ایجاد ارزش در بسیاری از بخش-های اقتصادی است.

این نتایج همسو با کامیسون و همکاران (۲۰۲۲) است.

فرضیه سوم فرعی: عدم تقارن اطلاعاتی بر اهرم مالی با نقش تعدیلی شرکت های خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

مطابق نظریه اطلاعات نامتقارن در تئوریهای ساختار، سرمایه مدیران و دیگر کارکنان داخلی شرکت اطلاعات بیشتری درباره ی آینده شرکت دارند که این پدیده را اطلاعات نامتقارن مینامند. در صورتی که این اطلاعات بیانگر آینده ای مطلوب برای شرکت باشد مدیران ترجیح میدهند در ساختار سرمایه از بدهی بیشتر استفاده کنند به عبارت دیگر با تامین مالی از طریق بدهی و عدم ورود سهامداران جدید به دلیل عدم افزایش سرمایه منافع آینده برای سهامداران کنونی باقی

خواهد ماند برعکس در صورتی که وضعیت آینده شرکت مطلوب پیش بینی نشود ترجیح میدهند از راه انتشار سهام عادی و افزایش سرمایه تامین مالی کنند. تعیین ساختار سرمایه نوعی علامت دادن به افراد بیرون از شرکت است. تامین مالی از راه بدهی بیانگر مطلوب شرکت است؛ اما اگر شرکت از راه انتشار سهام تازه تامین مالی کند، نوعی علامت منفی درباره ی آینده شرکت به شمار می آید. یکی از مهمترین اهدافی که مدیران مالی باید برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران در نظر گیرند تعیین بهترین ترکیب منابع مالی شرکت یا همان ساختار بهینه سرمایه است معمای ساختار سرمایه یکی از مهمترین مسائل مدیریت مالی بشمار میرود و حتی از معمای سود سهام نیز پیچیده تر است، زیرا اطلاعات مدیریت در زمینه ی ساختار سرمایه بسیار اندک است و هنوز معلوم نیست که شرکتها بر چه اساسی اوراق بهادار متضمن، بدهی مالکیت و یا مختلط را منتشر میکنند عدم تقارن اطلاعاتی نیز می تواند تاثیر یا اهمیتی بر ساختار سرمایه ی شرکتها داشته باشد.

این نتایج با نتایج کامیسون و همکاران (۲۰۲۲) و دانسو و همکاران (۲۰۱۹) همسو و با نتایج اوودیلا و همکاران (۲۰۲۰)، افلاطونی و همکاران (۲۰۲۰)، سونی و همکاران (۲۰۱۸)، نورانی و همکاران (۱۳۹۹) مخالف است.

پیشنهادهای کاربردی به شرح زیر است:

از آنجا که نقد شوندگی پایین تر سهم به معنای بالا رفتن ریسک سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران و نرخ بازده مورد انتظار بالاتر سهامداران و به تبع آن نرخ هزینه سرمایه بالاتر می باشد تامین مالی از طریق انتشار سهام نسبتاً نامطلوب است و باید از طریق های دیگری صورت پذیرد.

شرکتها باید تلاش کنند که سهام آنها از نقد شوندگی بالاتری برخوردار باشد تا تمایل بیشتری به شیوه تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام از طریق انتشار سهام (جدید) داشته باشند تا نسبت بدهی در این دسته از شرکتها پایین تر شود.

مدیران شرکتها در انتخاب رویه های مناسب حسابداری و پیش بینی رویدادهای آتی دقت لازم را بنمایند.

با توجه به اینکه عدم تقارن اطلاعاتی از عوامل مهم موثر بر اهرم مالی می باشد لذا پیشنهاد گردد سازمان، بورس شرکتها را فرا بورس ایران الزامات افشا را برای شرکت ها ایجاد نموده و این اطلاعات افشا شده به سرعت در اختیار سرمایه گذاران قرار گیرد.

راهنمایی کامل از سوی سازمان بورس اوراق بهادار و یا کارگزاران بورس ارائه گردد؛ البته قبل از اقدام سرمایه گذار مبنی بر خرید سهم این مسئله باعث میشود که سرمایه گذار در موقع خرید یا فروش سهام و یا حتی هنگام ارائه پیشنهاد خرید و یا ارائه پیشنهاد فروش سهام؛ دقت بیشتری نمایند و یا تمهیداتی صورت گیرد که تحلیل گران مالی بتوانند در بورس اوراق بهادار تهران به طور فعال نقش راهنمایی و ارشاد سرمایه گذران مبتدی را بعهده گیرند.

به منظور فشار بر شرکت ها برای اجرای صحیح استاندارد حسابداری مربوط به دارایی های نامشهود، پیشنهاد می شود که سازمان تدوین استانداردها راهکارهای اجرایی برای نظارت بر این موضوع را مد نظر قرار دهد.

با توجه به رابطه ریسک و عملکرد، استفاده کنندگان می بایستی نتایج تحقیق حاضر را با مد نظر قرار دادن رابطه فوق تفسیر و مورد ارزیابی قرار دهند- 5. تأسیس موسسات تحلیلی و تحقیقاتی در رابطه با دارایی های نامشهود و ارزش های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می شود سازمان حسابرسی امکان ثبت دارایی های نامشهود ثبت نشده که در ارزش بازار شرکت ها منعکس است را در استاندارد حسابداری ملی شماره ۹۷ مورد تجدید نظر قرار دهد.

با توجه به ثبت نبودن کلیه دارایی های نامشهود در حساب ها، شرکت ها توجه بیشتری به ثبت این مهم در دفاتر خود داشته باشند.

منابع

۱. احمدی گورجی، جلیل و صبوری، صاحبه و بالایی، سیروس، ۱۳۹۵، ارزیابی عوامل تعیین کننده اهرم مالی شرکت های تولیدی در بازار سرمایه ایران، پنجمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت و دومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری های باز، تهران
۲. ایزدی نیا، ن؛ و رسیان، ا. (۱۳۸۸). بررسی رابطه اهرم مالی و نقدشوندگی دارایی ها در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری مالی، ۱(۲)، ۴۱-۱۸.
۳. آب جام، حمید رضا. (۱۳۸۸). "بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی تهران.
۴. صالحی، اله کرم، مهدی پور، علیار، بهاری پور، عباس. (۱۴۰۰). تاثیر نقدشوندگی سهام بر اهرم مالی مازاد: با تاکید بر نقش عدم تقارن اطلاعاتی. فصلنامه تحلیل بازار سرمایه، ۱(۲)، ۶۰-۸۴.
۵. گودرزی فراهانی، یزدان، محرابیان، علی اکبر. (۱۴۰۰). بررسی تاثیر روش های تأمین مالی بخش صنعت بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد کاربردی، ۱۱(۳۷) (تابستان ۱۴۰۰)، ۱-۱۹. doi: ۱۰.۳۰۴۹۵/jae.۱۸۹۷۸, ۲۰۲۱
۶. یادگاری، سعید؛ حاج حیدری، پریسا (۱۴۰۱). بررسی اثر مالیات شرکت و اهرم مالی بر ریسک سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، بهار ۱۴۰۱ - شماره ۸۴ (۱۸ صفحه - از ۴۱۳ تا ۴۳۰).
7. Jensen MC, Meckling W (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. J Financ Econ 3(4):305-360
8. Myers, S. C. (2001). Capital structure. Journal of Economic perspectives, 15(2), 81-102.
9. Akerlof G (1970) The market for lemons. Qualitative uncertainty and the market mechanism. Quart J Econ 84(3):488-500
10. Voordeckers W, Le Breton-Miller I, Miller D (2014) In search of the best of both worlds: crafting a finance paper for the family business review. Fam Bus Rev 27(4):281-286
11. Michiels A, Molly V (2017) Financial decisions in family businesses: a review and suggestions for developing the field. Fam Bus Rev 30(4):369-399.
12. Al-Najjar B, Hussainey K (2011) Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. J Risk Finance 12(4):329-338.
13. Schmid T (2013) Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. J Bank Finance 37(2):257-272.
14. Mensching H, Kraus S, Bouncken RB (2014) Socioemotional wealth in family firm research: a literature review. J Int Bus Econ 14(4):165-172.
15. Rovelli, P., Ferasso, M., De Massis, A., and Kraus, S. (2021). Thirty years of research in family business journals: Status quo and future directions. J Fam Bus Strategy, 100422.
16. Fama EF, French KR (2002) Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. Rev Financ Stud 15(1):1-33.

17. Cavalluzzo KS, Cavalluzzo LC, Wolken JD (2002) Competition, small business financing, and discrimination: evidence from a new survey. *J Bus* 75(4):641–679.
18. Esperança JP, Gama AP, Gulamhussen MA (2003) Corporate debt policy of small firms: an empirical (re) examination. *J Small Bus Enterp Dev* 10(1):62–80.
19. López-Gracia J, Sánchez-Andújar S (2007) Financial structure of the family business: evidence from a group of small Spanish firms. *Fam Bus Rev* 20(4):269–287.
20. Caneghem TV, Campenhout GV (2010) Quantity and quality of information and SME financial structure. *Small Bus Econ* 39(2):341–358.
21. Abdulsaleh AM, Worthington AC (2013) Small and medium-sized enterprises financing: a review of literature. *Int J BusManag* 8(14):36–54.
22. Poutziouris P (2001) The views of family companies on venture capital: empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. *Fam Bus Rev* 14(3):277–291.
23. Antoniou,, Gunny, and Paudyal, (2005), " Determinants of corporate Capital Structure: Evidence from European Countries", social science research network, from: www.ssrn.com/abstract=285001
24. Laura Frieder & Rodolfo Martell. (2006), "On Capital Structure and the Liquidity of a Firm's Stock", working paper.series 401.
25. Stiglitz JE (1988) Why financial structure matters. *J Econ Perspect* 2(4):121–126
26. Stiglitz JE (2002) La informaci  y el cambio en el paradigma de la ciencia econ mica. *Revista Asturiana De Econom a* 25(2002):95–164.
27. Koropp C, Kellermanns F, Grichnik D, Stanley L (2014) Financial decision making in family firms: an adaptation of the theory of planned behaviour. *Fam Bus Rev* 27(4):307–327
28. Chua J, Chrisman JJ, Kellermanns F, Wu Z (2011) Family involvement and new venture debt financing. *J Bus Ventur* 26(4):472–488.
29. Li J, Wu Z, Zhang L (2019) Family involvement, external auditing, and the cost of debt: evidence fom U.S. small firms. *J Small Bus Manag.* <https://doi.org/10.1111/jsbm.121519>.
30. Rovelli, P., Ferasso, M., De Massis, A., and Kraus, S. (2021). Thirty years of research in family business journals: Status quo and future directions. *J Fam Bus Strategy*, 100422.
31. Boasiako, Kwabena & Manu, Sylvester & Antwi-Darko, Nana. (2022). Does financing influence the sensitivity of cash and investment to asset tangibility?. *International Review of Financial Analysis*. 80. 102055. 10.1016/j.irfa.2022.102055.
32. Campello, Murillo & Giambona, Erasmo. (2022). Asset tangibility and capital structure. *SSRN Electronic Journal*
33. Aflatooni, A., & Khazaei, M. (2020). Information asymmetry, leverage deviation, and leverage adjustment speed. *Asian Journal of Business and Accounting*, 13(1).
34. Evodila, E., Erlina, E., & Kholis, A. (2020). The Effect of Information Asymmetry, Financial Performance, Financial Leverage, Managerial Ownership on Earnings Management with the Audit Committee as Moderation Variables. *Jurnal Mantik*, 4(3), 1734-1745.

Investigating the effect of tangible and intangible assets, information asymmetry on financial leverage with the moderating role Family companies on Tehran Stock Exchange

Hassan Ahmadi
Mansoreh Sanaei
Atefeh Maghsudi nejad
Farzaneh Mosavat

Abstract

The purpose of this research is to investigate the impact of tangible and intangible assets, information asymmetry on company size in family companies of Tehran Stock Exchange. In the current situation, we are witnessing the transformation of tangible and intangible assets as one of the most important factors for the growth and excellence of companies, organizations and in a broader view of societies. The research method is applied and post-event in terms of purpose. Also, in terms of the data collection method, it is descriptive-correlation and market-based methodology was used. The statistical population of this research is 505 companies admitted to the Tehran Stock Exchange in a 7-year period of 2016-2022. 133 companies were selected as the statistical sample of the research. The required information is collected through the audited financial statements of the companies under consideration. Multivariate linear regression and combined data using the generalized least square model have been used to test the hypothesis. These calculations were done through Excel and EVIEWS software. The results show that tangible assets have a positive and significant effect on financial leverage in family companies of Tehran Stock Exchange. Also, intangible assets have a significant positive effect on financial leverage in family companies of Tehran Stock Exchange. But information asymmetry has no significant effect on financial leverage in family companies of Tehran Stock Exchange.

Keywords

Tangible assets, Intangible assets, Information asymmetry, Financial leverage
