

## بررسی تاثیر عینیت دارایی، عدم تقارن اطلاعاتی و آوازه شرکت بر ساختار سرمایه (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)

هما دینکو<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۰۳/۲۸

### چکیده

شرکت‌هایی که داراییهای ملموس محدودی دارند، معمولاً در معرض تأمین مالی خارجی پرهزینه می باشند. به دلیل آسیب پذیری دسترسی محدود و پرهزینه به منابع مالی خارجی، شرکت‌هایی با قابلیت عینیت دارایی محدود، وجوه نقد بالایی نگهداری کرده تا از وجود نقدینگی کافی که قادر به مقابله با شوک‌های نامطلوب است اطمینان حاصل کنند. شرکت‌های با ملموس بودن دارایی محدود از نظر مالی نیز محدود هستند و سرمایه‌گذاری و رشد دارایی‌های آنها بیشتر به منابع داخلی موجود محدود می‌شود. در این پژوهش تاثیر عینیت دارایی، عدم تقارن اطلاعاتی و آوازه شرکت بر اهرم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۸-۱۴۰۲ مورد بررسی قرار گرفت. این پژوهش از لحاظ طبقه بندی بر حسب هدف، پژوهشی کاربردی است و از لحاظ طبقه بندی بر مبنای روش، تحقیق توصیفی محسوب می‌شود و از میان تحقیقات توصیفی، از نوع همبستگی است. نمونه آماری تحقیق به روش حذفی سیستماتیک تعداد ۱۲۰ شرکت انتخاب شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها در سطح خطای پنج درصد نشان داد: عینیت دارایی به طور مثبت اثر عدم تقارن اطلاعاتی را بر سطح بدهی شرکت را تعدیل می‌کند. عینیت دارایی به طور مثبت رابطه بین مالکیت شرکت و سطح بدهی را تعدیل می‌کند. عدم تقارن اطلاعاتی به طور مثبت رابطه بین مالکیت شرکت و سطح بدهی را تعدیل می‌کند. آوازه شرکت تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی را بر سطح بدهی شرکت به طور مثبت تعدیل نموده و آوازه شرکت به طور مثبت رابطه بین مالکیت شرکت و سطح بدهی را تعدیل می‌کند.

### کلمات کلیدی

عینیت دارایی، عدم تقارن اطلاعاتی، آوازه شرکت، اهرم مالی

۱. کارشناس ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی - غیرانتفاعی گلستان، گرگان، ایران. [homadinku@gmail.com](mailto:homadinku@gmail.com)

## مقدمه

مالکیت خانوادگی به همراه تأثیر سبد غیر متنوع سرمایه گذاری نیز به تعدیل منافع شخصی مدیران و اولویت دادن به تعهد بلندمدت کمک می نماید. این موضوع سبب کاهش نوسانات جریان نقدی و ریسک نکول و در نتیجه همسویی بهتر منافع بین شرکت های کوچک و متوسط خانوادگی و طلبکاران آن (لی<sup>۱</sup> 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<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۴) بنابراین شرکت های کوچک و متوسط خانوادگی باید تلاش بیشتری برای اطمینان از شفافیت اطلاعات و ارائه دارایی های ملموس شخصی و تجاری به عنوان سیگنالی برای وام دهندگان مبنی بر تمایل آنها برای به اشتراک گذاشتن خطرات تصمیمات مالی انجام دهد (باسیاکو<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). در میان ویژگی های شرکتی که بر ساختار سرمایه تأثیر می گذارد، نظریه نمایندگی تأکید ویژه ای بر تأثیر متفاوت ساختار مالکیت دارد (جنسن و مکلینگ<sup>۴</sup> ۱۹۷۶)، که پیامدهای ویژه ای برای شرکت در برداشته، زیرا ویژگی های متمایز آن تأثیر قابل توجهی روی اهرم مالی دارد (رومانو<sup>۵</sup> و همکاران ۲۰۰۱؛ چوآ<sup>۶</sup> و همکاران ۲۰۱۱؛ لی و همکاران ۲۰۱۹). تصمیمات ساختار سرمایه علاقه فزاینده ای را به تحقیقات در زمینه شرکت ها جلب کرده است (وردیکرز<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۴، میشل و مولی<sup>۸</sup>، ۲۰۱۷). اما این ادبیات همچنان نتایج تجربی متناقضی را گزارش می کند این تناقض تجربی ممکن است ناشی از ناهمگونی ذاتی شرکت ها باشد که به اندازه کافی در ادبیات کسب و کار تحلیل نشده است (منشینگ<sup>۹</sup> و همکاران ۲۰۱۴). مطالعه کسب و کارهای خانوادگی به عنوان مجموعه ای از سازمان های ناهمگن به عنوان یکی از مرتبط ترین شکاف های تحقیقاتی در این زمینه برجسته می شود (روولی<sup>۱۰</sup> و همکاران ۲۰۲۱). 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 بنگاه ها ساختار سرمایه خود را ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام طراحی می کنند تا سرمایه گذاری های خود را از دارایی ها تأمین 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<sup>۱۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۹). ساختار سرمایه حاصل معمولاً اهرم نامیده می شود. اهرم نسبت بدهی 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 با مالکیت پراکنده در میان سهامداران کوچک مشخص می شود، با کنترل متمرکز در دست افراد معدودی از مدیران حرفه ای با تنظیم روابط تجاری از طریق قراردادهای نمایندگی اتخاذ می

<sup>1</sup> Li

<sup>2</sup> Koropp

<sup>3</sup> Boasiako

<sup>4</sup> Jensen MC, Meckling

<sup>5</sup> Romano

<sup>6</sup> Chua

<sup>7</sup> Vordeckers

<sup>8</sup> Michiels and Molly

<sup>9</sup> Mensching

<sup>10</sup> Rovelli

<sup>11</sup> Karadeniz

شود. اولین نوع شرکت‌هایی که پیش‌بینی‌های نظری روی آن‌ها آزمایش شد، شرکت‌های بزرگی بودند که بر اساس مدل مدیریتی سازمان‌دهی شدند. در این چارچوب است که مشکل نمایندگی تعریف می‌شود (جنسن و مک‌لینگ ۱۹۷۶). این مشکل می‌تواند بین سهامداران و بستانکاران (هزینه‌های بدهی نمایندگی) یا بین سهامداران و مدیران (هزینه‌های حقوق صاحبان سهام نمایندگی) ایجاد شود. منابع مشکل نمایندگی، تفکیک نقش‌ها بین نمایندگان است که منجر به واگرایی در انگیزه‌های فردی آنها و رفتار فرصت طلبانه ناشی از قراردادهای ناقص و/یا غیرقانونی و فقدان تصمیم‌گیری اخلاقی می‌شود (کامیسون<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۲).

اصطکاک اصلی در چارچوب قراردادی شرکت‌ها؛ عدم تقارن اطلاعاتی بوده که ریشه مشکلات نمایندگی است (جنسن و مک‌لینگ ۱۹۷۶). اطلاعات نامتقارن زمانی به وجود می‌آید که اطلاعات به طور نابرابر بین طرف‌های درگیر در یک معامله بازار توزیع شود (آکرلوف<sup>۲</sup> ۱۹۷۰؛ استیگلتز<sup>۳</sup> ۲۰۰۲). این اطلاعات ممکن است مربوط به (الف) کیفیت پروژه‌های سرمایه‌گذاری باشد که شرکت به دنبال تأمین مالی آن است. یا (ب) استفاده‌ای که بدهکار قصد دارد از منابع خارجی دریافتی استفاده کند (کامیسون و همکاران، ۲۰۲۲). اطلاعات نامتقارن نقش اصلی را در تجزیه و تحلیل روابط بین شرکت‌های تجاری و وام‌دهندگان و در تعیین ساختار سرمایه ایفا می‌کند. این عدم تعادل اطلاعاتی بین سهامداران/مدیران و طلبکاران، عدم اطمینان در مذاکرات مالی، مشکلات در دسترسی به سرمایه خارجی با کیفیت و یا وام‌دهندگانی که شرایط خاصی را برای جبران نقص اطلاعاتی خود تعیین می‌کنند، مانند افزایش هزینه سرمایه یا درخواست تضمین‌های اضافی به وجود می‌آید (روولی و همکاران ۲۰۲۱). در عین حال، بدهی می‌تواند به عنوان وسیله‌ای برای کاهش هزینه‌های نمایندگی بین سهامداران و مدیران مورد استفاده قرار گیرد. ریسک رفتار فرصت طلبانه مدیران، سهامداران را وادار می‌کند تا به دنبال مکانیسم‌هایی برای نظارت و کنترل اقدامات مدیران باشند که می‌تواند بسیار گران تمام شود. سطح بالاتر بدهی می‌تواند تضاد بالقوه منافع بین مدیران و سهامداران را کاهش دهد (جنسن و مک‌لینگ ۱۹۷۶) بنابراین، طراحی ساختار سرمایه با هدف به حداقل رساندن کل هزینه‌های نمایندگی مرتبط با عدم تقارن اطلاعاتی انجام می‌شود.

## ۲- مبانی نظری، پیشینه پژوهش و توسعه فرضیه‌ها

ادبیات کسب و کارها سعی کرده است ویژگی‌های خاص ناشی از ساختار مالکیت را از نظر هزینه‌های نمایندگی مرتبط با عدم تقارن اطلاعات، با روش‌های افشای مالی که شرکت‌ها برای به حداقل رساندن این عدم تقارن‌ها اتخاذ می‌کنند، و با تضمین‌های ارائه شده از طریق وثیقه‌داری‌ها به منظور رفع هرگونه عدم قطعیت مشخص کند (لوپز<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). جریان دیگری از ادبیات تلاش کرده است تا انتخاب اهرم را از نظر مبادله بین پس‌انداز مالیاتی به دست آمده از طریق بدهی و هزینه‌های درماندگی مالی و ورشکستگی احتمالی توضیح دهد (رومانو و همکاران ۲۰۰۱). تحقیقات خاص در مورد موضوع ساختار سرمایه کسب و کارها با مدل‌های رفتاری ایجاد شد (کامیسون و همکاران، ۲۰۲۲).

<sup>1</sup> Camison

<sup>2</sup> Akerlof

<sup>3</sup> Stiglitz

<sup>4</sup> López

این رویکرد برخی از ویژگی های منحصر به فرد شرکتها را که اهرم آنها را تعیین می کند برجسته می کند. مدل های رفتاری اهمیت اهداف و ارزش های غیرمالی را برجسته می کند و نشان می دهد که چگونه این ارزش ها بالاتر از حداکثر کردن ارزش برای مالکان اولویت دارند. این جنبه های غیرمالی شامل حفظ قدرت از طریق کنترل سرمایه، انگیزه های درونی مانند نیازهای عاطفی، که منجر به اولویت دادن به اعضا در پست های مدیریتی، حفظ هویت و فرهنگ می شود (کروپ<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۴) یا همه این عناصر به ثروت اجتماعی-عاطفی وارد می شوند که بنگاه اقتصادی به دنبال حفظ آن است. علاوه بر این، پیوندها باید خطرات رفتار فرصت طلبانه را کاهش داده و بروز رفتارهای نوع دوستانه را افزایش دهد. بنابراین، مدل فرمی که توسط مدل های رفتاری شکل گرفته است، دارای یک نقش رفتاری واضح است، به این معنا که معتقد است تصمیمات مالی بیشتر توسط احساسات، ارزش ها و چارچوب های ذهنی هدایت می شوند تا عقلانیت، همانطور که توسط رویکرد مالی رفتاری حمایت می شود (روولی و همکاران ۲۰۲۱).

در ادبیات مالی برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی در بازار معیارهای متعددی مطرح شده است. از آن جا که سطح عدم تقارن اطلاعاتی به طور مستقیم قابل مشاهده نیست از اینرو محققین از برخی متغیرهای شاخص (نماینده) برای سنجش آن استفاده نموده اند. این معیارها در سه طبقه کلی قرار می گیرند. برخی مطالعات تجربی از معیارهای فرصت رشد به عنوان شاخص اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی یک شرکت استفاده نموده اند، استدلال آن ها این است که شرکت های با فرصت های رشد بیشتر، محیط اطلاعاتی نامتقارن تری دارند. پاره ای دیگر از تحقیقات دریافته اند که افزایش سطح اطلاعات مرتبط با یک شرکت منجر به همگرایی در انتظارات مربوط به سودهای مورد انتظار آتی شرکت می گردد. این تحقیقات معمولاً از معیارهای منتج از توافق میان پیش بینی های سود هر سهم تحلیل گران به عنوان شاخصی برای سطح عدم تقارن اطلاعاتی استفاده می کنند. دسته سوم از مطالعات از یک سری از معیارهای مبتنی بر ادبیات ساختار خرد بازار استفاده نموده اند که در مقایسه با دو گروه قبلی شایع تر می باشند. دامنه پیشنهادی خرید و فروش سهام که در تحقیق حاضر از آن به عنوان نماینده عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده است در دسته سوم جای دارد (لامبرت و همکاران، ۲۰۱۸).

همانطور که در مقدمه بیان شد، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به طور گسترده در تحقیقات پیشین به عنوان معیار عدم تقارن اطلاعاتی به کار رفته است. شواهد تجربی قابل توجهی درباره رابطه مثبت میان عدم تقارن اطلاعاتی و دامنه قیمت پیشنهادی وجود دارد. درخصوص شواهد مربوط به توانایی دامنه قیمت پیشنهادی در کنترل محیط اطلاعاتی شرکت می توان به پژوهش های هیلی، پالیپو، سوئینی<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) و ولکر<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) اشاره کرد، که همگی به یک رابطه منفی (مثبت) میان دامنه قیمت پیشنهادی و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت پی بردند (حاجی و شریفی، ۱۳۹۹). همچنین هیلی، هاتون و پالیپو<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) و لوز و ورچیا<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) نیز نشان داده اند که مقدار عدم تقارن اطلاعاتی، دامنه قیمت پیشنهادی و نوسان پذیری قیمت سهام به طور معکوس با کیفیت افشاء در ارتباط می باشند (لامبرت و همکاران، ۲۰۱۸). آوازه به طور

<sup>1</sup> Koropp

<sup>2</sup> Healy, Palepu, and Sweeney

<sup>3</sup> Welker

<sup>4</sup> Healy, Hutton and Palepu

<sup>5</sup> Leuz and Verrecchia

کلی همراه با مفاهیم هویت و تصویر مورد بحث واقع شده است. معمولاً به عنوان یک شکل و جزئی از هویت درک شده توسط دیگران پذیرفته شده است. آوازه می‌تواند به عنوان سابقه‌ای از اعمال گذشته و بازتابی از توانایی یک شرکت برای پاسخگویی به نیازها و انتظارات ذینفعان آن شرکت توصیف شود. به طور کلی اعتقاد بر آن است که آوازه شرکت‌ها از طریق برداشت و ادراک ذینفعان در مورد شرکت حاصل می‌شود. برای هر شرکتی بسیار مهم است که نزد جامعه چگونه دیده می‌شود. ادراک جامعه و مشتریان از شرکت بسیار کلیدی است. این موضوع وقتی بیشتر اهمیت پیدا می‌کند که بدانیم این نگاه بسیار دشوار عوض می‌شود. آوازه شرکتی به عنوان یکی از عوامل موثر بر ویژگی‌های رفتاری کارکنان در شرکت‌های مختلف نگریسته می‌شود (تروتا<sup>۱</sup> و همکارانش، ۲۰۱۷).

فقدان آوازه، احساس تعلق اعضا به شرکت را خدشه‌دار می‌کند. عدم سرشناسی از میزان عجین شدن افراد به کار و تعهد آنها به ارزش‌ها و اهداف شرکت و همچنین حساسیت آنها نسبت به تحقق این اهداف می‌کاهد. از این طریق، موجب از دست رفتن مزیت‌های رقابتی شرکت و به خطر افتادن موجودیت آن در محیط پویا و رقابتی خواهد شد. بنابراین مدیران و اداره‌کنندگان شرکت‌های مختلف از عوامل موثر بر شکل‌گیری آوازه باید آگاه باشند. همچنین تاثیر وجود آوازه مثبت بر میزان تعهد شرکتی کارکنان و همچنین میزان عجین شدن با کار اعضای شرکت، ضروری است. این زمینه لازم جهت شکل دادن به آوازه مثبت و دست‌یافتن به مزایای رقابتی حاصل از آن را در پی خواهد داشت (کالیسکان و همکارانش، ۲۰۱۵).

آوازه شرکتی<sup>۲</sup> بیانگر دیدگاه مشتریان، سهامداران و جامعه پیرامون کلیت و ماهیت وجودی شرکت است. حسن آوازه یک ابزار استراتژیک برای تداوم موفقیت شرکت است. از سوی دیگر شرکتی که به بدنامی شهره باشد به سادگی نمی‌تواند آن را پاک نماید. سیمای شرکتی مانند مقوله فرهنگ شرکتی اثراتی دیرپا دارد و به سرعت و سهولت قابل تغییر نیست. آوازه کسب و کار تا حدود زیادی با مفهوم تصویر (سیمای) شرکتی و تصویر ذهنی برند شرکت نیز یاد می‌شود. این ویژگی کلیت شرکت را هدف قرار می‌دهد. بنابراین مقوله بسیار مهمی در مدیریت استراتژیک شرکت است. ردپای سیمای شرکت را در مسئولیت اجتماعی شرکت می‌توان دنبال کرد. تصویر شرکت اهرمی کلیدی برای کسب مزیت رقابتی و بقای شرکت است (تروتا و همکارانش، ۲۰۱۷).

در دنیایی که شرکت‌ها با تغییرات سریع و گسترده‌ای در محیط‌های سیاسی، فرهنگی، اجتماعی، تکنولوژیکی و اقتصادی مواجهند در این میان دارایی‌های شرکت‌ها بالاخص دارایی‌های نامشهود شرکت می‌تواند برای موفقیت آن مستمر ثمر شود. از جمله این دارایی‌ها آوازه شرکتی است. آوازه بر اساس دیدگاه منبع محور شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. که در آن آوازه به عنوان یک منبع استراتژیک بلند مدت و مزیت رقابتی مورد موافقت واقع شده است. با این حال آوازه یک دارایی نامشهود و یکی از مهمترین و حیاتی‌ترین عناصر برای زنده ماندن یک شرکت است. ماهیت دارایی بلند مدت مهار کردنی نیست و شکننده نیز است

<sup>1</sup> Trotta,

<sup>2</sup> Organizational reputation

در شرکت های خانوادگی ممکن است به دلیل ساختار مالکیت خاص این شرکت ها، حفظ منافع خانواده بر حفظ منافع سهامداران جزء ارجحیت یابد، در نتیجه به دلیل اینکه سهامداران جزء کمتر به اطلاعات مهم و اساسی شرکت دسترسی دارند، همواره این خطر احساس می شود که منافع این گروه در معرض خطر به خصوص در بلند مدت قرار گیرد (تنگ<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۰).

اهمیت شرکت های خانوادگی در دنیای اقتصاد به حدی است که چیزی حدود ۳۵ درصد (۱۷۵ شرکت) از ۵۰۰ شرکت بزرگ آمریکایی از نوع شرکت های خانوادگی می باشند. به همین منظور در بسیاری کشورها، شاخص های متعددی برای تعریف این گونه شرکت ها ارایه گردیده است و پژوهشگران در سال های اخیر به دلیل اهمیت این شرکت ها پژوهش های مختلفی را در مورد این شرکت ها انجام داده اند. در ایران، متأسفانه به دلیل شفافیت کم، اطلاعات افشا شده در مورد ماهیت و مالکیت شرکت ها و به تبع عدم تشخیص و تفکیک شرکت های خانوادگی (شرکت هایی که یک یا چند خانواده به خصوص در اجرای سیاست های کلی و راهبردی شرکت، نقش کلیدی ایفا می کنند) تاکنون تحقیقات زیادی در مورد اینگونه شرکت ها صورت نگرفته است. 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 آن ها 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 های شرکت تأثیرگذار باشند (میلر<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۱).

همچنین، در شرکت های خانوادگی ممکن است به دلیل ساختار مالکیت خاص این شرکت ها، حفظ منافع خانواده بر حفظ منافع سهامداران جزء ارجحیت یابد، در نتیجه به دلیل اینکه سهامداران جزء کمتر به اطلاعات مهم و اساسی شرکت دسترسی دارند، همواره این خطر احساس می شود که منافع این گروه در معرض خطر به خصوص در بلند مدت قرار گیرد. نبود شاخصی مناسب برای شناسایی شرکت های خانوادگی و لزوم توجه بیشتر و عمیق تر در ساختار مالکیت شرکت ها، همچنین مطالعات بسیار محدود در این مورد در ایران، ضرورت انجام پژوهش در مورد شرکت های خانوادگی در بازار سرمایه کشور را مشخص می کند (السادی<sup>۳</sup>، ۲۰۲۱).

یکی از دغدغه های اساسی شرکتهای امروز دستیابی به یک شیوه ارزیابی عملکرد جامع، قابل اعتماد و انعطاف پذیر است تا با توسل به آن، اطلاعات دقیق و کافی از جایگاه امروز خویش به دست آورند و با نگاه به آینده، از خطاهای گذشته درس بگیرند. شرکتهای خانوادگی به عنوان یکی از ساختارهای مالکیت، مدیریت و کنترل آن به وسیله ی یکی از اعضای خانواده انجام می شود، تعریف میشود. خانوادگی به لحاظ ویژگیهای منحصر به فرد خود نسبت به انواع سایر مالکیت، شامل تمایل به استفاده از اعضای خانواده در سمت های مدیران ارشد، با دیدگاه بلندمدت در سرمایه - گذاری و سایر موارد، میتوانند روی مسایلی نظیر مدیریت سود، هزینه نمایندگی و سایر عوامل تأثیرات متفاوتی بگذارند (فلاح نژاد و همکاران، ۱۳۹۴).

<sup>1</sup> Alsaadi

<sup>2</sup> Miller

<sup>3</sup> Alsaadi

شرکت‌های کوچک و متوسط به دلیل شدت سرمایه پایین‌تر و این واقعیت که دارایی‌های ثابت آنها نسبتاً جدیدتر و از نظر فناوری مدرن‌تر هستند، همیشه در زمینه وثیقه‌گذاری دارایی‌های مشهود خود با مشکل مواجه هستند. بی‌اعتمادی وام‌دهندگان به ارزش انحلال دارایی‌های مشهود شرکت‌های کوچک و متوسط خانوادگی بر تمایل آنها برای سرمایه‌گذاری تأثیر منفی می‌گذارد. با این حال، بدیهی است که دقیقاً درجه بالاتر شفافیت اطلاعات مرتبط با این عوامل است (آکرلوف<sup>۱</sup> ۱۹۷۰؛ استیگلitz<sup>۲</sup> ۲۰۰۲) که هرگونه شک و تردیدی را برطرف می‌کند که می‌تواند ارزش وثیقه چنین دارایی‌هایی را در شرکت‌های کوچک و متوسط خانوادگی کاهش دهد. در این شرکت‌ها، به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، دارایی‌های مشهود وثیقه باید با سیاست افشای عمومی اطلاعات مالی جامع و دقیق ترکیب شوند. ارزیابی سهامداران از شرکتی که آن مرتبط هستند در درجه اول از طریق شهرت آن آشکار می‌شود (هال ۱۹۹۲؛ بارنی ۱۹۹۱). کسب شهرت به دلیل کیفیت، وفاداری تامین‌کنندگان یا اعتماد مشتریان آسان نیست. برای انجام این کار به تلاش‌های پیچیده‌ای در طول یک دوره طولانی نیاز است. بنابراین شهرت یک عنصر کلیدی در به حداقل رساندن هزینه‌های نمایندگی است (تران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). تنها راه غلبه بر مشکلات دسترسی به بدهی به دلیل ارزش کم دارایی‌های نامشهود به عنوان وثیقه، اطمینان دادن به موسسات مالی در مورد ظرفیت شرکت برای بازگرداندن اعتبار با درآمد حاصل از عملیات آن است. ارائه اطلاعاتی که نشان‌دهنده رقابت‌پذیری شرکت، توان پرداخت بدهی آن به عنوان یک شرکت فعال و قوی بودن ظرفیت تولید جریان نقدی است، می‌تواند معایب ناشی از ارزش انحلال پایین سرمایه‌گذاری دارایی‌های نامشهود آن را جبران کند (هلند<sup>۴</sup> ۲۰۰۱). دارایی‌های نامشهود مثل شهرت هنوز ارزش وثیقه‌ای ندارند زیرا دارایی‌هایی نیستند که بتوان آنها را مستقل از بقیه شرکت فروخت. با این حال، تا حدی که از قدرت رقابتی شرکت پشتیبانی می‌کنند، به تامین‌کنندگان بالقوه سرمایه کمک می‌کنند که اطمینان بیشتری داشته باشند که سرمایه‌گذاری‌های انجام شده با وجوه کمک شده نتایج مورد انتظار را به همراه خواهد داشت (آکرلوف ۱۹۷۰؛ استیگلitz ۲۰۰۲). بنابراین، شهرت شرکت با ارائه ارزش‌های غیرمالی که در صورت‌های حسابداری وجود ندارد، اطلاعات مالی افشا شده را تکمیل کرده و رقابت‌پذیری شرکت را بهبود می‌بخشد و به تضمین سرمایه‌گذاری با شرایط جذاب کمک می‌کند.

با توجه به اطلاعات در دسترس عموم، اگر مالکیت متمرکزی وجود داشته که پایدار باشد و برای بانک‌ها کاملاً شناخته شده باشد، این می‌تواند به ایجاد یک روابط اعتماد پایدار طولانی‌مدت، شخصی و آگاهانه بین مدیران شرکت‌های خانوادگی و مؤسسه اعتباری کمک کند (روولی<sup>۵</sup> و همکاران ۲۰۲۱). اعتماد وام‌دهندگان از طریق اطلاع از تاریخچه اعتباری خانواده مالک و شهرت تجاری و همچنین با تعهد اصلی شرکت‌های خانوادگی برای ادامه تجارت (هدف بقا) تقویت می‌شود. بنابراین، اطلاعات مالی با شهرت در مورد خانواده مالک افزایش می‌یابد و در نتیجه به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک

<sup>1</sup> Akerlof

<sup>2</sup> Stiglitz

<sup>3</sup> Tran

<sup>4</sup> Holland

<sup>5</sup> Rovelli

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.

### ۳- فرضیه های پژوهش

- ۱- عدم تقارن اطلاعاتی بر سطح بدهی شرکت تاثیر دارد.
- ۲- عینیت دارایی به طور مثبت اثر عدم تقارن اطلاعاتی را بر سطح بدهی شرکت را تعدیل می کند.
- ۳- مالکیت شرکت بر سطح بدهی تاثیر دارد.
- ۴- عینیت دارایی به طور مثبت رابطه بین مالکیت شرکت و سطح بدهی را تعدیل می کند.

### ۴- روش شناسی پژوهش

از آنجایی که نتایج حاصل از پژوهش می تواند در فرآیند تصمیم گیری مورد استفاده قرار گیرد؛ پژوهش حاضر از نوع پژوهش های کاربردی است. از بعد فرایند نوع پژوهش چون از داده های کمی استفاده شده است از نوع کمی است؛ و از لحاظ آماری از نوع همبستگی است زیرا برای آزمون فرضیه های پژوهش از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده می شود. جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش برای انتخاب حجم نمونه از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای انتخاب شرکت ها هشت محدودیت در نظر گرفته شده است. تاریخ پذیرش آن ها در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال ۱۳۹۲ باشد. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی آن ها ۲۹ اسفند باشد. سهام آن ها بیش از ۶ ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند. جزء شرکت های سرمایه گذاری (هلدینگ) و واسطه گری مالی (لیزینگ و بانک) و بیمه نباشند. در طی سال های مورد بررسی سال مالی خود را تغییر نداده باشند. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد. در طی سال های مورد بررسی تغییر فعالیت نداده باشند. پس از در نظر گرفتن شرایط فوق در نهایت ۱۱۸ شرکت واجد شرایط به عنوان نمونه انتخاب گردیدند.

### ۵- مدل های رگرسیونی و متغیر های پژوهش

مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه اول:

مدل آماری این پژوهش برگرفته از تحقیق کامیسون<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۲) به شرح زیر می باشد:

آزمون فرضیه اول و دوم:

$$LEV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{it} + \alpha_2 TANG_{it} + \alpha_3 (Q_{it} \times TANG_{it}) + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \alpha_6 PROF_{it} + \alpha_7 GROWTH_{it} + \epsilon$$

آزمون فرضیه سوم و چهارم:

$$LEV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FFit_{it} + \alpha_2 Q_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 (TANG_{it} \times FFit_{it}) + \alpha_5 (Q_{it} \times FFit_{it}) + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 AGE_{it} + \alpha_8 PROF_{it} + \alpha_9 GROWTH_{it} + \epsilon$$

که در آن داریم:

LEV<sub>it</sub>: اهرم مالی

<sup>1</sup> Camison



جدول ۱- شیوه اندازه گیری متغیرها

نوع متغیر	نام متغیر	معیار اندازه گیری	نحوه اندازه گیری
وابسته	اهرم مالی	LEVit	کل بدهی های شرکت / کل دارایی ها
مستقل (تعدیلگر)	مالکیت خانوادگی	FFit	در این پژوهش شرکت هایی که حداقل ۲۰ درصد سهام دارای حق رای آن ها مستقیم یا غیرمستقیم توسط یک خانواده نگهداری شود. چنانچه شرکت این شرط را داشته باشد به آن متغیر مجازی یک در غیر این صورت صفر داده می شود.
	عدم تقارن اطلاعاتی	Qit	<p>در این تحقیق برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از مدل دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده می شود. (ونکاتش و چیانگ، ۱۹۸۶).</p> $Asy_{i,t} = \frac{(AP-BP)_{i,t} \times 100}{(AP+BP)_{i,t} \div 2}$ <p>AP = (Ask Price) = میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در سال t. BP = (Bid Price) = میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در سال t.</p> <p>برای انجام محاسبات، ابتدا بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش هر سهم استخراج می شود. بهترین قیمت پیشنهادی خرید، عبارت است از بالاترین قیمت پیشنهادی برای خرید سهم در هر روز و بهترین قیمت پیشنهادی فروش نیز، عبارت است از کمترین قیمت پیشنهادی برای فروش هر سهم در هر روز؛ سپس با استفاده از میانگین آنها، دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش محاسبه می شود.</p>

نوع متغیر	نام متغیر	معیار اندازه گیری	نحوه اندازه گیری
	آوازه شرکت	REPUTit	متناسب با کشورهای دیگر در ایران شبیه ترین مجله به مجلات آن کشورها لیست اعلامی صد شرکت برتر سازمان مدیریت صنعتی است که سالانه اعلام میشود. این سازمان پس از گزینش و رتبه بندی شرکتها براساس شاخص حجم فروش، اندازه و رشد شرکت، سودآوری، صادرات، نقدینگی، بدهی و شاخص بازار استفاده کرده و مقایسه و رتبه بندی میکند؛ بنابراین برای اندازه گیری آوازه به شرکتهای بورسی مورد مطالعه که در این فهرست وجود دارد ارزش عددی ۱ و در مقابل با انتخاب شرکتهای لیست شده در بورس اوراق بهادار که در همان صنعت فعالیت کرده اند و از شهرت لازم برخوردار نبوده اند نمره صفر داده شده می شود. (طهماسبی خورنه و همکاران، ۱۳۹۷).
	دارایی مشهود	TANGit	نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به ارزش دفتری کل دارایی ها
کنترلی	اندازه شرکت	SIZEit	لگاریتم طبیعی کل دارایی ها
	سن شرکت	AGEit	لگاریتم طبیعی سالهای پذیرش در بورس
	سود	PROFit	سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر کل دارایی ها
	رشد شرکت	GROWTH	(فروش سال جاری - فروش سال قبل) / فروش سال قبل

FFit: مالکیت خانوادگی

Qit: عدم تقارن اطلاعاتی

TANGit: دارایی مشهود

REPUTit: آوازه (شهرت) شرکت

SIZEit: اندازه شرکت

AGEit: سن شرکت

PROFit: سود

GROWTH: رشد شرکت

## ۶- یافته های پژوهش

### آزمون مانایی متغیرها

آزمون های ایستایی از جمله مهم ترین آزمون ها برای برآورد یک رگرسیون با ضرایب قابل اعتماد است. چنانچه متغیری ایستا نباشد، باید با تفاضل گیری های متوالی آن را ایستا کرد تا از وقوع رگرسیون کاذب جلوگیری شود. در این پژوهش برای بررسی ایستایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو<sup>۱</sup> استفاده شد. فرضیات این آزمون به شرح زیر می باشد:

$H_0$ : متغیرهای مورد بررسی ایستا نمی باشند.

$H_1$ : متغیرهای مورد بررسی ایستا می باشند.

نتایج حاصل از این آزمون که در جدول (۱) نمایش داده شده است. بر اساس آزمون ریشه واحد از نوع آزمون لوین، لین و چو، چنان چه معناداری آماره آزمون کم تر از ۰/۰۵ باشد متغیرهای پژوهش ایستا می باشند.

جدول ۱- نتایج آزمون لوین، لی و چو جهت بررسی مانایی متغیرها (در سطح متغیر)

متغیر	آماره $\chi^2$ لوین، لین و چو	p-value	نتیجه آزمون
اهرم مالی	-146.151	۰,۰۰۰۰	ایستا در سطح متغیر ( $I_0$ )
مالکیت خانوادگی	-6.37664	۰,۰۰۰۰	ایستا در سطح متغیر ( $I_0$ )
عدم تقارن اطلاعاتی	-69.3123	۰,۰۰۰۰	ایستا در سطح متغیر ( $I_0$ )
آوازه شرکت	-14.5469	۰,۰۰۰۰	ایستا در سطح متغیر ( $I_0$ )
عینیت دارایی	-118.583	۰,۰۰۰۰	ایستا در سطح متغیر ( $I_0$ )
اندازه شرکت	-223.117	۰,۰۰۰۰	ایستا در سطح متغیر ( $I_0$ )
سن شرکت	-2.25173	۰,۰۱۲۲	ایستا در سطح متغیر ( $I_0$ )
سود	-69.4603	۰,۰۰۰۰	ایستا در سطح متغیر ( $I_0$ )
رشد شرکت	-41.1970	۰,۰۰۰۰	ایستا در سطح متغیر ( $I_0$ )

نتایج آزمون لوین، لین و چو نشان می دهد که همه متغیرهای به کار رفته در این پژوهش در سطح ۹۵ درصد ایستا هستند. با توجه به اینکه متغیرهای پژوهش در سطح متغیر ایستا می باشند؛ بنابراین نیازی به انجام آزمون هم انباشتگی (هم جمعی) نمی باشد.

### اعتبارسنجی رگرسیون

برای اعتبار بخشیدن به مدل رگرسیون، انجام آزمونهای اعتبارسنجی رگرسیون ضروری است. قبل از آزمون مدل، داده ها از لحاظ مانایی با استفاده از آزمون لوین لین و چو مورد بررسی قرار گرفت و نتایج نشان داد که تمام متغیرها مانا بودند. برای تجزیه و تحلیل داده ها و انتخاب نوع آزمون های مربوط، ابتدا نرمال بودن داده ها بررسی می شود که در جدول (۲) بیان

<sup>1</sup> Levin, Lin, Cho

شده است. نتایج نشان داد با توجه به مقدار سطح معناداری متغیرهای اهرم مالی و سن شرکت که بالای ۵ درصد می باشد این متغیرها از توزیع نرمالی برخوردار بوده و سایر متغیرهای دارای توزیع غیر نرمال هستند.

نتایج آزمون همخطی که مقدار آن به صفر نزدیک است، لذا فرض عدم همخطی تایید می گردد. با توجه به نتایج حاصل از آزمون همخطی عامل تورم واریانس در جدول زیر؛ مقدار آماره  $VIF$  به عدد ۱ نزدیک است، لذا فرض عدم همخطی عامل تورم واریانس تایید می گردد بنابراین می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، متاثر از روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته و همچنین نتایج کسب شده از آزمون ناهمسانی واریانس (وایت) در جدول ذیل نشان میدهد که مقدار احتمال آماره  $F$  بزرگتر از سطح خطای (۰/۰۵) بوده؛ بنابراین فرض عدم وجود ناهمسانی واریانس تایید می گردد. لازم به توضیح است که آزمون خود همبستگی با آماره دورین - واتسون برای مدل بصورت مجزا در جدول برآورد مدل توضیح داده می شود.

جدول ۲- آزمونهای اعتبارسنجی رگرسیون

هم خطی عامل تورم VIF	نرمال بودن داده ها		
	سطح معناداری	Jarque-Bera	
1.043	0.096042	2.014512	اهرم مالی
1.021	0.000000	709.9505	مالکیت خانوادگی
1.057	0.000002	26.16307	عدم تقارن اطلاعاتی
1.032	0.000000	103.7253	آوازه شرکت
1.028	0.000000	58.65699	عینیت دارایی
1.004	0.000000	41.44675	اندازه شرکت
1.028	0.058475	6.053415	سن شرکت
1.051	0.000000	95.50593	سود
1.024	0.000000	390.3427	رشد شرکت
آزمون تشخیص ناهمسانی وایت			
F	1.326	Prob	0.425
R	5.415	Prob	0.364

### تجزیه و تحلیل فرضیه های تحقیق

مطالب اشاره شده، نشان از این مطلب دارد که در اکثر تحقیقهای انجام شده، متغیرهای مورد مطالعه را به صورت سالانه محاسبه و در تحلیل و تفسیر کلی از آنها استفاده نموده اند. در این مرحله، پس از تعیین و محاسبه متغیرهای مستقل و وابسته، به آزمون فرضیه های تحقیق و تجزیه و تحلیل آنها پرداخته می شود. به منظور آزمون فرضیه ها، از روش داده های ترکیبی استفاده شده است.

قبل از پرداختن به تحلیل مدل رگرسیون ضروریست بررسی پیرامون دو نکته زیر در دستور کار قرار گیرد:

۱- با توجه به اینکه مشاهدات در این تحقیق در مقاطع متفاوت مورد بهره برداری قرار گرفته شده است سؤالی که اغلب در مطالعات کاربردی مطرح می شود، این است که آیا شواهدی دال بر قابلیت ادغام شدن داده ها وجود دارد یا اینکه مدل برای تمام واحدهای مقطعی متفاوت است. لذا باید ابتدا بررسی شود که آیا بین مقاطع، ناهمگنی یا تفاوت های فردی وجود دارد یا خیر. در صورت وجود ناهمگنی از روش داده های تابلویی و در غیر این صورت، از روش داده های تلفیقی با رویکرد حداقل مربعات برای تخمین مدل استفاده می گردد. برای این منظور از آزمون فلیمر استفاده می شود در این آزمون فرض  $H_0$  یکسان بودن عرض از مبدا (داده های تلفیقی) در مقابل فرضیه مخالف  $H_1$  ناهمسانی عرض از مبدا (روش داده های تابلویی) مورد استفاده قرار می گیرد.

۲- قبل از برازش مدل رگرسیون می بایست اثرات تصادفی و ثابت معین گردد در این راستا از آزمون هاسمن استفاده می شود آماره آزمون هاسمن دارای توزیع کای دو با درجه آزادی برابر با متغیر های مستقل است. فرضیه  $H_0$  سازگاری ضرایب را نشان می دهد، در حالی که فرضیه  $H_1$  مبتنی بر رد این سازگاری است. اگر با انجام آزمون هاسمن فرضیه  $H_0$  رد نشود، روش مورد استفاده برای تخمین، روش اثرات تصادفی خواهد بود (بالتاجی، ۲۰۰۵). در صورتی که مقدار احتمال حاصل از آزمون هاسمن کم تر از ۰/۰۵ باشد، فرض  $H_0$  رد و فرض  $H_1$  پذیرفته می شود و در صورتی که این احتمال بیش تر از ۰/۰۵ باشد فرض  $H_0$  پذیرفته می شود.

نتایج آزمون فلیمر برای الگوی اول در جدول شماره (۳) آمده است:

جدول ۳- آزمون F لیمر

فرضیه ی صفر	احتمال F	F محاسبه شده	نتیجه ی آزمون
اثرات مقطعی و زمانی معنی دار نیستند. روش (pool data) مناسب است.	۰,۰۰۰۰	۲۰,۵۴۸۹۳۹	رد فرضیه صفر

همان گونه که در جدول دیده می شود، نتایج آزمون چاو، نشان می دهد احتمال به دست آمده برای آماره ی F کوچکتر از ۵ درصد است، پس برای آزمون این فرضیه، داده ها به صورت پانلی مورد استفاده قرار گرفته است. اکنون برای تعیین این که برای تخمین پارامترهای مدل، از مدل اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده شده که نتایج حاصل از این آزمون در جدول شماره (۴) ارائه شده است.

جدول ۴- آزمون هاسمن برای تعیین مدل اثرات ثابت یا تصادفی

فرضیه ی صفر	p-value آزمون هاسمن	نتیجه ی آزمون
استفاده از مدل اثرات تصادفی	۰,۰۰۰۰	رد فرضیه صفر

از آن جا که  $p$ -value آزمون هاسمن آزمون هاسمن کوچکتر از ۰/۰۵ شد، بنابراین فرض صفر آزمون هاسمن رد می شود و باید برای تخمین پارامترهای معادله ی رگرسیون چند متغیره ی پژوهش، از مدل اثرات ثابت استفاده نمود. لذا جهت برآورد مدل از روش تخمین حداقل مربعات معمولی استفاده می گردد.

### نتایج برآورد مدل تحقیق با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی

جدول ۵- نتایج برآورد مدل اول

متغیر	نماد	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
عدم تقارن اطلاعاتی	QIT	0.197303	0.078446	2.515144	0.0000
عینیت دارایی	TANG IT	0.485271	0.066586	7.287883	0.0000
عینیت دارایی * عدم تقارن اطلاعاتی	QIT*T ANGI T	0.239335	0.056695	4.221448	0.0000
اندازه شرکت	SIZEI T	0.098807	0.018177	5.435749	0.0000
سن شرکت	AGEI T	-0.198056	0.050917	-3.889805	0.0001
سود	PROFI T	-0.849868	0.047316	-17.96143	0.0000
رشد شرکت	GRO WTH	0.012992	0.015361	0.845814	0.3981
مقدار ثابت	C	-0.571827	0.204519	-2.795960	0.0006
آماره دوربین واتسن	Durbin - Watso n stat	۱,۷۲۹۱۲۱			
ضریب تعیین	R- square d	0.834036			
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjust ed R- square d	0.819825			
آماره F فیشر (سطح معنی داری)		35.84680 (۰,۰۰۰)			

یکی از فرضیاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می گیرد، استقلال خطاها (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی توسط مدل رگرسیون) از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند،

امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. به منظور استقلال خطاها از یکدیگر از آماره دوربین-واتسون استفاده می شود که چنانچه مقدار آن در بازه  $2/5$  تا  $1/5$  قرار گیرد عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می شود و در غیر این صورت همبستگی بین خطاها وجود دارد. با توجه به مقادیر بدست آمده در جدول بالا، چون میزان دوربین واتسون  $1,73$  می باشد، در نتیجه عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می شود.

همچنین با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می توان ادعا نمود،  $83$  درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود. همچنین مقدار آماره  $F$  مدل رگرسیونی برابر با  $35,84680$  در سطح معناداری صفر می باشد که نشان می دهد معناداری کل مدل برازش شده تایید می گردد.

### نتایج حاصل از فرضیه اول تحقیق

فرضیه: عدم تقارن اطلاعاتی بر سطح بدهی شرکت تاثیر دارد.

با توجه به نتایج حاصل از جدول (۵) و سطح معنی داری محاسبه شده می توان بیان داشت:

سطح معنی داری متغیر عدم تقارن اطلاعاتی کوچکتر از سطح خطاست ( $prob < 0/05$ )، بنابراین در سطح اطمینان  $95$  درصد ضریب و آماره  $t$  مربوط به این متغیر نشان دهنده این است که عدم تقارن اطلاعاتی بر سطح بدهی شرکت تاثیر دارد. در خصوص ضریب که برابر  $0,19$  گردید می توان بیان داشت به ازای هر واحد تغییر در عدم تقارن اطلاعاتی؛ سطح بدهی  $0,19$  واحد افزایش می یابد. از نظر علایم پارامترهای برآوردی، علامت متغیر مثبت می باشد، لذا افزایش (کاهش) عدم تقارن اطلاعاتی سبب تقویت افزایش (کاهش) سطح بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

### نتایج حاصل از فرضیه دوم تحقیق

فرضیه: عینیت دارایی طور مثبت اثر عدم تقارن اطلاعاتی را بر سطح بدهی شرکت های خانوادگی تعدیل می کند.

با توجه به نتایج حاصل از جدول (۵) و سطح معنی داری محاسبه شده می توان بیان داشت:

سطح معنی داری متغیر (عینیت دارایی \* عدم تقارن اطلاعاتی) کوچکتر از سطح خطاست ( $prob < 0/05$ )، بنابراین در سطح اطمینان  $95$  درصد ضریب و آماره  $t$  مربوط به این متغیر نشان دهنده این است که دارایی های مشهود اثر عدم تقارن اطلاعاتی را بر سطح بدهی شرکت های خانوادگی تعدیل می کند. در خصوص ضریب که برابر  $0,23$  گردید می توان بیان داشت به ازای هر واحد تغییر در عینیت دارایی؛ اثر عدم تقارن اطلاعاتی را بر سطح بدهی شرکت های خانوادگی  $0,23$  واحد افزایش می یابد. از نظر علایم پارامترهای برآوردی، علامت متغیر مثبت می باشد، لذا افزایش (کاهش) عینیت دارایی سبب تقویت (تضعیف) اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر سطح بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد. سایر نتایج نشان داد:

سطح معنی داری متغیر اندازه شرکت کوچکتر از سطح خطاست ( $prob < 0/05$ )، بنابراین در سطح اطمینان  $95$  درصد ضریب و آماره  $t$  مربوط به این متغیر نشان دهنده این است که اندازه شرکت بر سطح بدهی تاثیر معناداری دارد. در خصوص ضریب که برابر  $0,09$  گردید می توان بیان داشت به ازای هر واحد تغییر در اندازه شرکت؛ سطح بدهی شرکت  $0,09$  واحد افزایش می یابد. از نظر علایم پارامترهای برآوردی، علامت متغیر مثبت می باشد، لذا افزایش (کاهش) اندازه شرکت سبب افزایش (کاهش) سطح بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

سطح معنی داری متغیر سن شرکت کوچکتر از سطح خطاست ( $\text{prob} < 0/05$ )، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب و آماره  $t$  مربوط به این متغیر نشان دهنده این است که سن شرکت بر سطح بدهی تاثیر معناداری دارد. در خصوص ضریب که برابر ۰,۱۹ گردید می توان بیان داشت به ازای هر واحد تغییر در سن شرکت ؛ سطح بدهی شرکت ۰,۱۹ واحد کاهش می یابد. از نظر علایم پارامترهای برآوردی، علامت متغیر منفی می باشد، لذا افزایش (کاهش) سن شرکت سبب کاهش (افزایش) سطح بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

سطح معنی داری متغیر سود شرکت کوچکتر از سطح خطاست ( $\text{prob} < 0/05$ )، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب و آماره  $t$  مربوط به این متغیر نشان دهنده این است که سود شرکت بر سطح بدهی تاثیر معناداری دارد. در خصوص ضریب که برابر ۰,۸۴ گردید می توان بیان داشت به ازای هر واحد تغییر در سود شرکت ؛ سطح بدهی شرکت ۰,۸۴ واحد کاهش می یابد. از نظر علایم پارامترهای برآوردی، علامت متغیر منفی می باشد، لذا افزایش (کاهش) سود شرکت سبب کاهش (افزایش) سطح بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

سطح معنی داری متغیر رشد فروش بزرگتر از سطح خطاست ( $\text{prob} > 0/05$ )، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب و آماره  $t$  مربوط به این متغیرها نشان دهنده این است که رشد فروش بر سطح بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری ندارد.

جدول ۶- آزمون F لیمر

فرضیه ی صفر	احتمال F	F محاسبه شده	نتیجه ی آزمون
اثرات مقطعی و زمانی معنی دار نیستند. روش (pool data) مناسب است.	۰,۰۰۰۰	۲۰,۵۸۰۰۰۳	رد فرضیه صفر

همان گونه که در جدول دیده می شود، نتایج آزمون چاو، نشان می دهد احتمال به دست آمده برای آماره ی  $F$  کوچکتر از ۵ درصد است، پس برای آزمون این فرضیه، داده ها به صورت پانلی مورد استفاده قرار گرفته است. اکنون برای تعیین این که برای تخمین پارامترهای مدل، از مدل اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده شده که نتایج حاصل از این آزمون در جدول شماره (۷) ارائه شده است.

جدول ۷- آزمون هاسمن برای تعیین مدل اثرات ثابت یا تصادفی

فرضیه ی صفر	p-value آزمون هاسمن	نتیجه ی آزمون
استفاده از مدل اثرات تصادفی	۰,۰۰۰۰	رد فرضیه صفر

از آن جا که p-value آزمون هاسمن کوچکتر از ۰/۰۵ شد، بنابراین فرض صفر آزمون هاسمن رد می شود و باید برای تخمین پارامترهای معادله ی رگرسیون چند متغیره پژوهش، از مدل اثرات ثابت استفاده نمود. لذا جهت برآورد مدل از روش تخمین حداقل مربعات معمولی استفاده می گردد.



## نتایج برآورد مدل دوم تحقیق با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی

جدول ۸ نتایج برآورد مدل دوم

متغیر	نماد	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
مالکیت خانوادگی	FF	0.132408	0.032507	4.073215	0.0000
عدم تقارن اطلاعاتی	QIT	0.186047	0.084835	2.193045	0.0021
عینیت دارایی	TANGIT	0.473439	0.062075	7.626889	0.0000
عینیت دارایی * مالکیت خانوادگی	TANGIT*FF	0.115260	0.049319	2.337030	0.0034
عدم تقارن اطلاعاتی * مالکیت خانوادگی	QIT*FF	0.137579	0.043132	3.189719	0.0000
اندازه شرکت	SIZEIT	0.100382	0.018120	5.539942	0.0000
سن شرکت	AGEIT	-0.201900	0.050900	-3.966570	0.0001
سود	PROFIT	-0.852966	0.047246	-18.05365	0.0000
رشد شرکت	GROWTH	0.012318	0.015350	0.802485	0.4227
مقدار ثابت	C	-0.484905	0.203154	-2.386884	0.0002
آماره دوربین واتسن	Durbin-Watson stat	۱,۶۲۷۸۹۳			
ضریب تعیین	R-squared	0.833404			
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R-squared	0.808130			
آماره F فیشر (سطح معنی داری)		(۰,۰۰۰)18.40783			

با توجه به مقادیر بدست آمده در جدول بالا، چون میزان دوربین واتسن ۱,۶۳ می باشد، در نتیجه عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می شود.

همچنین با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می توان ادعا نمود، ۸۳ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود. همچنین مقدار آماره F مدل رگرسیونی برابر با ۱۸,۴۰۷۸۳ در سطح معناداری صفر می باشد که نشان می دهد معناداری کل مدل برازش شده تایید می گردد.

### نتایج حاصل از فرضیه سوم تحقیق

فرضیه: مالکیت شرکت بر سطح بدهی تاثیر دارد.

با توجه به نتایج حاصل از جدول (۸) و سطح معنی داری محاسبه شده می توان بیان داشت:

سطح معنی داری متغیر مالکیت شرکت کوچکتر از سطح خطاست ( $\text{prob} < 0/05$ )، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب و آماره  $t$  مربوط به این متغیر نشان دهنده این است که مالکیت شرکت بر سطح بدهی تاثیر دارد. در خصوص ضریب که برابر ۰,۱۳ گردید می توان بیان داشت با توجه به نوع متغیر؛ در سالهایی که مالکیت خانوادگی وجود داشته است سطح بدهی ۰,۱۳ واحد افزایش می یابد. از نظر علائم پارامترهای برآوردی، علامت متغیر مثبت می باشد، لذا افزایش (کاهش) مالکیت خانوادگی سبب افزایش (کاهش) سطح بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

### نتایج حاصل از فرضیه چهارم تحقیق

فرضیه: عینیت دارایی به طور مثبت رابطه بین مالکیت شرکت و سطح بدهی را تعدیل می کند.

با توجه به نتایج حاصل از جدول (۸) و سطح معنی داری محاسبه شده می توان بیان داشت:

سطح معنی داری متغیر (عینیت دارایی \* مالکیت خانوادگی) کوچکتر از سطح خطاست ( $\text{prob} < 0/05$ )، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب و آماره  $t$  مربوط به این متغیر نشان دهنده این است که عینیت دارایی به طور مثبت رابطه بین مالکیت شرکت و سطح بدهی را تعدیل می کند. در خصوص ضریب که برابر ۰,۱۱ گردید می توان بیان داشت به ازای هر واحد تغییر در عینیت دارایی؛ رابطه بین مالکیت خانوادگی و سطح بدهی ۰,۱۱ واحد افزایش می یابد. از نظر علائم پارامترهای برآوردی، علامت متغیر مثبت می باشد، لذا افزایش (کاهش) عینیت دارایی سبب تقویت (تضعیف) رابطه بین مالکیت خانوادگی و سطح بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

### بحث و نتیجه گیری

در این مطالعه به بررسی تاثیر عینیت دارایی، عدم تقارن اطلاعاتی و آوازه شرکت بر اهرم شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد.

ویژگی مالکیت خانوادگی شرکت ها یکی از ویژگی های منحصر به فرد شرکت ها است که به شرکت های خانوادگی اشاره دارد. شرکت های خانوادگی شرکت هایی هستند که مؤسسان یا خانواده شان در هیئت مدیره، اجرایی یا به عنوان سهامدار مشارکت دارند (چنگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). سوزانتو و همکاران (۲۰۰۷) گزارش می دهد که ۹۰٪ از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندونزی، شرکت های خانوادگی هستند. در زمینه رفتار مدیریت سود واقعی، شرکت های خانوادگی نظارت موثری را برای جلوگیری از رفتار فرصت طلبانه مدیران انجام می دهند. در شرکت های خانوادگی احتمال بیشتری وجود دارد که تضادهای نمایندگی کمتری بین مدیران و سهامداران داشته باشند. نظارت مؤثر ناشی از انگیزه مؤسس و خانواده برای حفظ شهرت خود برای عدم مشارکت در رفتارهای بحث برانگیز مانند مدیریت سود است (سانتوسو و رخمان<sup>۲</sup>،

<sup>1</sup> Cheng

<sup>2</sup> Santoso, R.D. and Rakhman

۲۰۱۳) زیرا کسب و کار به نسل خانواده بنیانگذار (الوز و گاما<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰؛ آندرس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸؛ تابور<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۸) منتقل می شود. 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 بنگاه‌ها ساختار سرمایه خود را ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام طراحی می کنند تا سرمایه گذاری های خود را از دارایی ها تأمین 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<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۹). در این تحقیق چون هدف بررسی رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته بوده روش تحقیق از نوع توصیفی همبستگی محسوب می شود. جهت بررسی فرضیات پژوهش بعد از حذف محدودیت ها از جامعه مورد پژوهش تعداد ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۸ الی ۱۴۰۲ مورد بررسی قرار داده شد. جهت آزمون فرضیات پژوهش از نرم افزار Eviews10 استفاده گردید. براساس نتایج حاصل از فرضیه اول تحقیق پیشنهاد می شود:

بر اساس نتایج فرضیه اول تحقیق لذا پیشنهاد می شود شرکت ها از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی اعتباردهندگان، سبب کاهش هزینه های طلبکاران در جمع آوری اطلاعات از طریق رسانه های دیگر برای انتشار اطلاعات گردیده و از این طریق تاثیر مثبتی بر اهرم مالی شرکت داشته باشند. براساس نتایج حاصل از فرضیه دوم تحقیق پیشنهاد می شود: با توجه به نتایج فرضیه دوم تحقیق از آنجایی که عینیت دارایی ها به طور مثبت اثر عدم تقارن اطلاعاتی را بر سطح بدهی شرکت های خانوادگی تعدیل می کند. لذا به مدیران شرکت ها پیشنهاد می شود از طریق افزایش دارایی های مشهود همچون ماشین آلات تجهیزات و سایر دارایی های ثابت تاثیر مثبتی بر سطح بدهی مطلوب شرکت بگذارند. براساس نتایج حاصل از سومین فرضیه تحقیق پیشنهاد می شود: نتایج سومین فرضیه تحقیق نشان داد مالکیت شرکت بر سطح بدهی تاثیر دارد. لذا پیشنهاد می شود سرمایه گذاران به هنگام سرمایه گذاری در سهام شرکتها، بانک ها و اعتبار دهندگان در هنگام اعطای اعتبار به شرکتها، و همچنین تحلیل گران مالی در هنگام تحلیل بازار در استفاده از صورت های مالی، نوع مالکیت شرکت ها را در نظر بگیرند و برای قضاوت صحیح نسبت به اهرم مالی شرکت به مالکیت خانوادگی به عنوان عاملی اثرگذار توجه ویژه ای بنمایند. براساس نتایج حاصل از چهارمین فرضیه تحقیق پیشنهاد می شود: بر اساس نتایج چهارمین فرضیه تحقیق از آنجایی که عینیت دارایی به طور مثبت رابطه بین مالکیت شرکت و سطح بدهی را تعدیل می کند. لذا پیشنهاد می شود مدیران شرکت های خانوادگی که قصد افزایش اهرم مالی شرکت را دارند از طریق سرمایه گذاری در دارایی های مشهود تاثیر مثبتی بر سطح بدهی شرکت داشته باشند.

<sup>1</sup> Alves, C. and Gama

<sup>2</sup> Andres

<sup>3</sup> Tabor

<sup>4</sup> Karadeniz

## منابع

- اخگر، محمد امید، قربانی، راضیه. (۱۳۹۸). ارتباط بین تأمین مالی خارجی و افشای داوطلبانه با تأکید بر وضعیت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱(۴۲)، ۲۰۳-۲۲۸.
- حاجی توفیق، شریفی فهیمه. (۱۳۹۹). بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۴(۴۵)، ۱۲۱-۱۳۸.
- حسنی، حسن، پاک مرام، عسگر. (۱۳۹۶). عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها با تأکید بر چرخه تجاری. راهبرد مدیریت مالی، ۵(۱)، ۷۷-۹۷.
- حسینی. سید علی. (۱۳۸۱). شناخت الگوی ساختار سرمایه و راهبردهای طراحی ساختار سرمایه. پایان نامه کارشناسی ارشد دانشکده حسابداری و مدیریت علامه طباطبایی.
- حقیقی کفاش، مهدی و صحت، سعید و اثنا عشری، محمد و فرهمند ثابت، مژگان (۱۳۹۳). تأثیر شهرت سازمانی بر نیت رفتاری مشتری در، بانک اقتصاد نوین، پژوهشنامه مدیریت تحول، ۶(۱۱)، ۲۸-۴۲.
- حیدری کردزنگنه، علی و مقصودی، فرامرز (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین افشاء اطلاعات مالی و هزینه تامین مالی شرکت‌های دولتی و خصوصی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش سالانه مدیریت، حسابداری و اقتصاد ایران،
- زنجانی، علی (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر در ساختار سرمایه شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی سال ۱۳۹۰.
- فراهانی طیب، صبوری مجید (۱۳۹۹). تأثیر کفایت سرمایه، ساختار سرمایه و نقدینگی بر عملکرد مالی بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. نشریه اقتصاد و بانکداری اسلامی. ۹ (۳۱): ۲۴۷-۲۶۲
- کاظمی، ح. و مهری نمک آورانی، ا. (۱۳۹۸). تاثیر جریان وجوه نقد بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه و ساختار سرمایه بهینه. شباک، ۵(۳) (پیاپی ۴۲)، ۱۱۰-۱۲۲.
- گودرزی فراهانی، یزدان، محرابیان، علی اکبر. (۱۴۰۰). بررسی تاثیر روش‌های تأمین مالی بخش صنعت بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد کاربردی، ۱۱(۳۷) (تابستان ۱۴۰۰)، ۱-۱۹. doi: ۲۰۲۱, ۱۸۹۷۸/jae.۱۰, ۳۰۴۹۵
- محمدی، اسفندیار، سبزی علی پور، فرشاد، دهقانی، فاطمه. (۱۳۹۷). بررسی رابطه شفافیت شرکتی و محدودیت در تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶(۱)، ۲۰۱-۲۱۶.
- محمدی، محمد، خسروی، زهرا. ۱۳۹۸. ارزیابی اثر ساختار مالکیت شرکت‌های خانوادگی بر پاداش هیات مدیره تحت تاثیر ارتباطات سیاسی در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۲(۱۰)، ۸۸-۱۰۳.

- مهرآذین، علیرضا، قبدیان، بشیر، فروتن، امید، تقی پور، محمد. ۱۳۹۲. مالکیت خانوادگی، غیر خانوادگی شرکت ها و مدیریت سود، دانش حسابرسی سال سیزدهم پاییز ۱۳۹۲ شماره ۵۲.
- نجم روشن، سعید و نصراللهی، زهرا و طباطبایی نسب، سید محمد (۱۳۹۰). شناسایی و رتبه بندی عوامل مؤثر بر حسن شهرت شرکت هایلوازم خانگی، فصلنامه علمی پژوهشی کاوش های مدیریت بازرگانی، سال سوم، پاییز و زمستان ۱۳۹۰، شماره ۶، صص ۱۰
- نعمتی، علی، قدرت اله امام وردی، علی باغانی، رؤیا دارابی و نوروز نوراله، (۱۳۹۸)، "بررسی تطبیقی اثر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با کشورهای آسیای جنوب شرقی بر اساس رویکرد رگرسیون پنل آستانه ای"، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۴۲(۱۱)، صص ۱۲۳-۱۵۷
- نمازی، محمد، و احسان کرمانی. ۱۳۸۷. تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۵۳)، ۸۳-۱۰۰.
- نورانی، ح.، و تندرو، م. (۱۳۹۹). بررسی تاثیر نسبت اهرم مالی بر سرمایه گذاری شرکت با در نظر داشتن نقش عدم تقارن اطلاعات و رشد. پژوهش های کاربردی در مدیریت و حسابداری، ۵(۲۰)، ۱۰-۲۲.
- وکیلی فرد، حمیدرضا (۱۳۹۶)، تصمیم گیری در مسائل مالی: مفاهیم، مسائل و افته (مدیریت مالی ۲)، تهران، چاپ اول، انتشارات جنگل.
- ولاد غفاری، حمید، خسروی پور، نگار. (۱۳۹۹). تأثیر غیر بهینگی ساختار سرمایه بر عملکرد واقعی شرکت. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲(۴۵)، ۲۳۹-۲۷۲.
- Abdullah, S.N; Mohamad Yusof, N.Z.; and Mohamad Nor, M.N., (2018). Financial restatements and corporate governance among Malaysian listed companies. *Managerial Auditing Journal*, Vol.25, No.6, pp.526-552.
- Abdullah.B (2018). Factors influencing Islamic banks' capital structure in developing economies. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. 10. 00-00. 10.1108/JIABR-02-2014-0008.
- Akerlof G (1970) The market for lemons. *Qualitative uncertainty and the market mechanism*. *Quart J Econ* 84(3):488-500
- Alsaadi, Abdullah. (2021). Family ownership and corporate social responsibility disclosure. *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad*. 1-23. 10.1080/02102412.2021.1904661.
- Barnett, M. L., Jermier, J. M., & Lafferty, B. A. (2017). Corporate Reputation: The Definitional Landscape. *Corporate Reputation Review*, 9(1), 26-38.
- 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.
- Bromley, D. (2012), *Comparing corporate reputations: League tables, quotients, benchmarks, or case studies?*, *Corporate Reputation Review*, 5(1), 35-50

- Caliskan, E. N.; Icke, B. T., & Ayturk, Y. (2015). *Corporate Reputation and Financial Performance: Evidence from Turkey*, Department of Business Administration, Istanbul University, Beyazit Campus, Istanbul, Turkey.
- Campello, Murillo & Giambona, Erasmo. (2022). Asset tangibility and capital structure. SSRN Electronic Journal
- Chava, S. and Roberts, M. R. (2008). How does financing impact investment? the role of debt covenants. *The journal of finance*, 63(5):2085–2121.
- Hou, Xiaofang & Liao, & Liu, Yi & Xiong, Naixue. (2019). Signing Auditors' Foreign Experience and Debt Financing Costs: Evidence for Sustainability of Chinese Listed Companies. *Sustainability*. 11. 6615. 10.3390/su11236615.
- Hu, Weijia & Fu, Xiangfei. (2020). Does individual investors' online search activities reduce information asymmetry? Evidence from stock exchanges' comment letters in China. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. 1-21. 10.1080/16081625.2020.1754248.
- Jancenelle, Vivien. (2021). Tangible–Intangible resource composition and firm success. *Technovation*. 108. 102337. 10.1016/j.technovation.2021.102337.
- Jensen MC, Meckling W (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J Financ Econ* 3(4):305–360
- Karadeniz E, Yilmaz Kandir S, Balcilar M, Beyazit Onal Y (2009) Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies. *Int J Contemp Hosp Manag* 21(5):594–609
- 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
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241e276.
- Lambert, R., C. Leuz. and R. Verrecchia. (2018). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, 16 (1), PP. 1 - 29.
- Miller, M.H., Rock, K., 1985. Dividend policy under asymmetric information. *J. Finance* 40, 1031–1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>.
- Pathan, S., Faff, R., M'endez, C.F., Masters, N., 2016. Financial constraints and dividend policy. *Aust. J. Manage.* 41, 484–507
- 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
- Sriani, Dewi & Agustia, Dian. (2020). Does voluntary integrated reporting reduce information asymmetry? Evidence from Europe and Asia. *Heliyon*. 6. e05602. 10.1016/j.heliyon.2020.e05602.
- Stiglitz JE (1988) Why financial structure matters. *J Econ Perspect* 2(4):121–126
- Stiglitz JE (2002) La informaci3n y el cambio en el paradigma de la ciencia econ3mica. *Revista Asturiana De Economıa* 25(2002):95–164.
- Teng, Chia-Chen & Li, Shaomin & Yang, J.. (2020). Family control, external governance mechanisms, and dividend payouts. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 79. 10.1016/j.qref.2020.05.012.
- Tran B (2019) Corporate social responsibility. In: *Advanced methodologies and technologies in business operations and management* . IGI Global, NY, pp. 270–281

- Trotta, A.; Iannuzzi, A.; Cavallaro, G., & Dell'Atti, S. (2017). *Banking reputation and CSR: a stakeholder value approach*, University Magna Graecia of Catanzaro, Italy.
- 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
- Whetten, D. A. (2019). *Theory development and the study of corporate reputation*, *Corporate Reputation Review*, 1(1/2), 26-34. [۰,۱۰۱۶/j.jclepro.۲۰۱۹,۰۵,۲۳۷](https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.05.237).
- Yin, Y., & Tian, R. (2017). Investor sentiment, financial report quality and stock price crash risk: Role of short-sales constraints. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(3), 493e510.