

## بررسی تاثیر نقدگونی سهام و ساختار خانوادگی مالکیت بر ساختار سرمایه

حسن معینان<sup>۱\*</sup>

محسن حیدریان<sup>۲</sup>

حسین معینان<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۰/۲۰ تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۱۱/۰۱

### چکیده

یکی از مباحث مهم در ادبیات مالی تعیین عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت می باشد. اگرچه عوامل متعددی در تعیین ساختار سرمایه شرکت نقش ایفا می کنند، لیکن هدف این پژوهش بررسی تاثیر نقدگونی سهام و ساختار خانوادگی مالکیت بر ساختار سرمایه می باشد. پژوهش حاضر از نوع توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری مورد مطالعه شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۵-۱۳۸۹ می باشد. حجم نمونه با استفاده از روش حذف سیستماتیک بالغ بر ۱۰۵ شرکت می باشد. روش اجرای پژوهش مبتنی بر روش رگرسیون چند متغیره و داده های ترکیبی است. نقدشوندگی با استفاده از معیار آمیهود مورد ارزیابی قرار گرفت. همچنین اهرم مالی با استفاده از روش ارزش بازار و ارزش دفتری اندازه گیری شد. نتایج پژوهش نشان داد که نقدشوندگی سهام تاثیری منفی و معنادار بر نسبت اهرم مالی مبتنی بر ارزش دفتری دارد؛ اما نقدشوندگی سهام تاثیر معناداری بر نسبت اهرم مالی مبتنی بر ارزش بازار ندارد. از دیگر یافته های پژوهش عدم تاثیرگذاری مالکیت خانوادگی بر نسبت اهرم مالی (هم اهرم مالی مبتنی بر ارزش دفتری و هم اهرم مالی مبتنی بر ارزش بازار) می باشد.

### واژگان کلیدی

نقدشوندگی سهام، مالکیت خانوادگی، اهرم مالی

<sup>۱</sup> کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه غیرانتفاعی ارشاد دماوند، واحد تهران، ایران ( [moein.h60@gmail.com](mailto:moein.h60@gmail.com) )

<sup>۲</sup> کارشناسی ارشد، مدیریت بازرگانی، گرایش استراتژیک، گروه مدیریت، دانشگاه مهر البرز، واحد تهران، ایران

<sup>۳</sup> کارشناسی ارشد، مدیریت دولتی، گرایش مدیریت تحول، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران، ایران

## مقدمه

شرکت های تجاری جهت تداوم فعالیت های خود نیازمند سرمایه در گردش و به منظور توسعه فعالیت ها و افزایش سودآوری، ناچار به سرمایه گذاری های جدید می باشند. این دو نیاز یک شرکت تجاری، به واسطه تأمین مالی و ساختار سرمایه بهینه مرتفع می گردد. تأمین مالی از دو طرق انتشار اوراق سهام و استقراض بانکی یا بدهی امکان پذیر است. به کارگیری هر یک از این منابع و یا ترکیبی از هر دو، نشان دهنده الگوی ساختار سرمایه شرکت است (خودکا<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶).

هر یک از طرق تأمین مالی دارای مزایا و معایبی است. استفاده از روش تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام، معمولاً موجب کاهش بازده سهام می شود و راهکار ایجاد بدهی، علیرغم این که نخست ارزش شرکت را افزایش می دهد، ولی استفاده بیش از حد آن، منجر به افزایش ریسک مالی، بازده مورد انتظار سهامداران و وام دهندگان، نرخ موثر بدهی و هزینه های مالی شرکت می گردد. مدیران شرکت ها برای افزایش ارزش سهام شرکت ها غالباً درصدد اتخاذ تصمیم های بهینه و مناسب برای دستیابی به بهینه ترین ترکیب منابع مختلف سرمایه ای هستند. در زمینه ترکیب بهینه منابع سرمایه ای، نظریه های متفاوتی مطرح گردیده است. بر اساس این نظریه ها، گروهی معتقدند که شرکت باید از حداکثر وام در ساختار مالی خود استفاده کند و برخی دیگر اعتقاد دارند که هیچ دلیلی وجود ندارد که بتوان بر اساس آن برتری وام را نسبت به انتشار سهام به اثبات رسانید (صرامی، ۱۳۷۷). بر مبنای دیدگاه سنتی ساختار سرمایه، با استفاده از اهرم مالی، می توان ارزش شرکت را افزایش داد و برای کاهش هزینه سرمایه، به شرکت ها پیشنهاد می شود، میزان بدهی های خود یا استقراض های بانکی را افزایش دهند. البته با افزایش بدهی، میزان ریسک نیز افزایش یافته و در نتیجه بازار، نرخ بهره بالاتری برای بدهی ها از سوی بانک ها و موسسات مالی مطالبه می شود (خودکا، ۲۰۰۶). نظریه مدرن ساختار سرمایه با نظریه مشهور مودلیانی و میلر (۱۹۵۸) آغاز می شود. مودلیانی و میلر (۱۹۵۸) در نظریه خود به بررسی این که تحت چه شرایطی ساختار بهینه سرمایه ایجاد می شود و اصولاً ساختار بهینه سرمایه چیست، پرداخته اند. در سال های بعد، پژوهشگرانی نظیر لسموند و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۸)، نظریه آنها را به طور تجربی مورد آزمون قرار داده و نظریه های جدیدی مطرح نموده اند که نظریه های سلسله مراتبی و مصالحه از جمله آنها به شمار می آید.

هر چند ساختار سرمایه به عنوان عاملی موثر بر هزینه سرمایه و ارزش شرکت شناخته شده، اما تأثیر نقدشوندگی سهام بر هزینه سرمایه و ارزش شرکت نیز مورد توجه پژوهشگران نبوده است. اساساً نقدشوندگی، مفهومی پیچیده و دارای ابعاد مختلفی است و یکی از کارکردهای بورس اوراق بهادار به شمار می رود. نقدشوندگی به معنای توانایی خرید یا فروش یک دارایی با هزینه ای پایین و بدون تأثیر قابل توجه بر قیمت آن دارایی است. بر همین اساس عدم نقدشوندگی یک دارایی مالی نیز به عنوان ریسک آن دارایی تلقی می گردد، که سبب افزایش هزینه معاملاتی آن دارایی می شود (برین و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۰). سرمایه گذاران در سهام شرکت، هم به خاطر ریسک سرمایه گذاری در سهام و هم به خاطر هزینه های

<sup>1</sup> Khodka

<sup>2</sup> Lesmond et al.

<sup>3</sup> Breen et al.

مبادله ای مربوط به خرید و فروش سهام، انتظار بازده بالا دارند. از این رو اگر نقدشوندگی سهام شرکتی پایین باشد، سرمایه گذاران انتظار بازده بیشتری خواهند داشت و به همین سبب نیز هزینه سرمایه افزایش می یابد. بدیهی است در چنین وضعیتی، تأمین مالی از طریق بدهی برای شرکت مطلوب تر جلوه می کند. البته تا جایی که تعادل بین مزیت حاصل از به کارگیری بدهی و افزایش هزینه هایی همچون هزینه نمایندگی حفظ شود. لذا انتظار می رود نقدشوندگی پایین تر سهام منجر به استفاده نسبتاً بیشتر از بدهی و استقراض بانکی گردد (لیپسون و مورتال<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹).

عوامل بسیاری موجب برتری یک شرکت در مقایسه با شرکت های دیگر می شوند که مهمترین آن ها ساختار مالکیت است که شانس شرکت را برای بهبود و حفظ ساختار سرمایه در آینده تحت تاثیر قرار می دهد. بیابانی و همکاران (۱۳۹۲) در بیانی ساده معتقدند که ساختار مالکیت بیان کننده این مطلب است که چه اشخاصی در تصمیم های عملیاتی و راهبردی شرکت تسلط و حکمرانی می کنند.

آنتونیو<sup>۵</sup> (۲۰۰۸) معتقد است که ساختار سرمایه شرکت ها تحت تاثیر نوع مالکیت شرکت، محیط اقتصادی و سیاسی و درجه راهبری شرکتی و سیستم مالیاتی و رابطه عرضه کننده و تقاضا کننده منابع و سطح حفاظت از سهامداران کشورها هستند. بر این اساس وجود تضاد منافع موجب می شود تا ساختار سرمایه بهینه شرکت ها با توجه به نوع مالکیت آنها متفاوت باشد. به عبارتی طبق این دیدگاه شرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی به دلیل دارا بودن رابطه نمایندگی متفاوت دارای ساختار سرمایه متفاوت نیز خواهند بود. پس سوال این پژوهش به شرح زیر می باشد:

آیا نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر اهرم مالی، اعم از اهرم مالی مبتنی بر ارزش دفتری و اهرم مالی مبتنی بر ارزش بازار شرکت تاثیر گذار است؟

### مبانی نظری پژوهش

تصمیمات مدیران مالی برای بهبود وضع مالی شرکت مهم و حیاتی است، اما تصمیم های نابخردانه می تواند در نهایت منجر به ورشکستگی شرکت گردد. ساختار سرمایه شرکت ها در کشورهای مختلف با یکدیگر تفاوت محسوسی دارند، لذا مدیران ناگزیرند به هنگام تصمیم گیری در مورد ترکیب بهینه ساختار سرمایه، از عوامل مختلفی نظیر عوامل اقتصادی و ویژگی های شرکتی استفاده کنند و باید تصمیم گیری های مربوط به تأمین مالی و آثاری که این عوامل بر ساختار سرمایه می گذارند، مورد توجه قرار دهند. علاوه بر این، مدیران مالی برای ایجاد ساختار مالی مناسب باید ویژگی های درونی شرکت و عوامل اقتصادی را مدنظر قرار دهند و با توجه به این متغیرها در پی حداکثر کردن ارزش شرکت باشند (لسموند و همکاران، ۲۰۰۸). مالکیت شرکت ها یکی از عواملی است که بر ساختار سرمایه شرکت موثر می باشد. مالکان خانوادگی به عنوان یکی از ساختارهای مالکیت شرکت با انتخاب نوع تأمین مالی از بین اهرم های مالی یا انتشار سهام امکان تاثیرگذاری بر ساختار مالی را با تصمیمات خود به همراه دارند. لذا به نظر ضروری می رسد تا نقش مالکان

<sup>۴</sup> Mortal & Lipson

<sup>۵</sup> Anotoniou

خانوادگی در ترکیب تامین مالی بالاخص اهرم مالی و نسبت های بدهی مورد بررسی قرار گیرد. از دیگر معیارهای اثر گذار بر ساختار سرمایه، نقدینگی شرکت در بازار سرمایه است. شرکت ها هنگامی که با نقدینگی بالا یا پایین در بازار سرمایه مواجه هستند، در شرایط مختلف نوع تامین مالی متفاوت است. پس اهمیت دارد که مدیران یا مالکان خانوادگی یا غیر خانوادگی، نخست از وضعیت نقدینگی شرکت مطلع شوند، سپس اقدام به تامین مالی از طریق استقراض بانکی یا انتشار سهام نمایند. لذا بر این اساس ضروری است تا اثر نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر اهرم مالی مورد بررسی قرار گیرد.

### پیشینه پژوهش

رامشه و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهش خود با عنوان بررسی ثبات ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی ثبات ساختار سرمایه می پردازد. پژوهش آن ها با استفاده از اطلاعات ۱۱۳ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۹۲ میزان ثبات ساختار سرمایه را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده است؛ سپس با استفاده از روش های شبیه سازی، سه الگوی اصلی را ارزیابی کرده که در مبانی نظری موضوع برای تبیین رفتار اهرم معرفی شد. معیار انتخاب بهترین الگو، توانایی آن برای تولید اهرم با ثبات مشابه اهرم واقعی است. نتایج، نشان دهنده بی ثباتی ساختار سرمایه در طول دوره مدنظر است. همچنین مجموعه ای از الگوهایی که قائل به اهرم هدف هستند، به عنوان مجموعه ای معتبر برای تبیین رفتار اهرم معرفی می شوند.

گرچی و راعی (۱۳۹۴) سرعت تعدیل ساختار سرمایه را با تأکید بر عامل رقابت بازار محصول بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد شرکت ها با سرعت زیادی به سمت نسبت بدهی هدف حرکت می کنند (در حدود ۴۸ درصد براساس روش متغیرهای ابزاری و ۲۶ درصد براساس روش گشتاورهای تعمیم یافته).

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

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

تهرانی و همکاران (۱۳۹۰) تأثیر عرضه عمومی سهام شرکتهای دولتی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. آن ها درجه نقدشوندگی بورس تهران را به عنوان متغیر وابسته به کار گرفتند و با استفاده از دو

معیار اندازه‌گیری نقدشوندگی شامل نسبت گردش معاملات و سنجه عدم نقدشوندگی آمیهود، نسبت به محاسبه آن اقدام کردند. نتایج نشان داد که انجام خصوصی سازی از طریق عرضه عمومی سهام شرکتهای دولتی در بورس اوراق بهادار تهران بر توسعه و نقدشوندگی این بازار تأثیر قابل توجه و معنادار دارد.

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

کرمی و همکاران (۱۳۸۹) با ارایه یک الگو، اثرگذاری متغیرهای نقدشوندگی بازار سهام و ارزش افزوده اقتصادی بر ارزش شرکت و معناداری رابطه بین آنها را مورد آزمون قرار دادند. نتایج نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین ارزش افزوده اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام وجود دارد و همبستگی قوی و معنادار، بین متغیرها و ارزش شرکت نیز تأییدکننده اثرگذاری آنها بر یکدیگر است.

رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران پرداختند. آن ها به منظور تفکیک آثار کارکردهای گوناگون مالکان نهادی بر نقدشوندگی سهام، از دو معیار میزان و تمرکز مالکیت نهادی استفاده کردند. نتایج نشان داد که بین میزان مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و تمرکز مالکیت نهادی موجب کاهش نقدشوندگی سهام شرکت ها می شود. این روابط هم در مورد معیارهای معاملاتی نظیر حجم معاملات، درصد سهام شناور و معیار آمیهود و هم در مورد معیارهای اطلاعاتی مانند شکاف قیمتی عرضه و تقاضای سهام مشاهده شد.

البانان<sup>۶</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان نقدینگی بازار سهام، مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه به بررسی تأثیر نقدینگی سهام و مالکیت خانوادگی بر تصمیمات ساختار سرمایه در یک بازار نوظهور می پردازد. نتایج این پژوهش رابطه ای مثبت بین نقدینگی و اهرم مالی را نشان می دهد. علاوه بر این، این پژوهش با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون پانلی چند متغیره با خوشه بندی شرکت ها و کنترل متغیرهای دیگر انجام شده است. برخلاف مطالعات انجام شده در شرکت های ایالات متحده، نتایج نشان داد که نقدینگی سهام باعث افزایش اهرمی می شود. علاوه بر این در شرکت های مصری، شواهد نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت خانوادگی و اهرم مالی است.

هاندو و شارما<sup>۷</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی به معرفی عوامل مهم و موثر بر ساختار سرمایه شرکت ها در هند پرداختند. این دو محقق در این پژوهش به عواملی مانند سودآوری، رشد، دارایی مشهود، اندازه، هزینه بدهی، نرخ مالیات و ظرفیت بدهی پرداخته و تاثیر قابل توجه آنها را بر ساختار اهرم شرکت ها در هند مورد بررسی قرار دادند. نتیجه پژوهش نشان داد که سودآوری، رشد، دارایی مشهود، اندازه، هزینه بدهی، نرخ مالیات و ظرفیت بدهی بر ساختار اهرم شرکت ها معنادار است.

<sup>6</sup> ElBannan

<sup>7</sup> Handoo & Sharma

هیونگ و کبیر<sup>۸</sup> (۲۰۱۳) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه (شواهدی از شرکت های چینی) به بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت های چینی پرداختند. یافته های این پژوهش نشان می دهد که رابطه بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه مثبت و معنا دار می باشد.

کاناگارتنام و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۱)، با بررسی رابطه بین صحت اطلاعات عمومی و خصوصی و نقدشوندگی بازار حول تاریخ اعلان سود، به این نتیجه رسیدند که افزایش صحت اطلاعات عمومی موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه و در پی آن افزایش نقدشوندگی (کاهش شکاف قیمتی) می شود و برعکس.

لانگ و مافت (۲۰۱۱) در بررسی رابطه بین شفافیت اطلاعات و عدم اطمینان نقدشوندگی در دوران بحران مالی، با انجام آزمونی بر یک نمونه جهانی، بیان کردند که شرکت هایی با شفافیت اطلاعاتی بیشتر (مبتنی بر استانداردهای حسابداری، انتخاب حسابرس،...) دارای نوسان نقدشوندگی و عدم نقدشوندگی کمتری هستند و نقدشوندگی در این شرکت ها، با دو عامل نقدشوندگی بازار و بازده بازار نیز همبستگی کمتری را نشان می داد.

ادومسیریکول و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه شرکت ها پرداختند. این تحقیق در کشور تایلند انجام شد که بازار بورس آن نسبت به بازار بورس آمریکا رونق کمتری دارد و وامهای بانکی و مالکیت شرکت، متمرکزتر است. در پی انجام این تحقیق، آن ها به این نتیجه رسیدند که شرکت های با سهام نقدشونده تر، هزینه سرمایه کمتری را تجربه می کنند و نیز انگیزه استفاده از انتشار سهام، در مقایسه با بدهی در ساختار سرمایه شان بیشتر است. شواهد تجربی نیز رابطه معکوسی را بین اهرم مالی و نقدشوندگی سهام نشان می دهند.

پیریرا و ژانگ<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۰)، رابطه بین بازده سهام و نوسانات نقدشوندگی را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که سرمایه گذاران از عامل نوسان، حول میانگین نقدشوندگی، سود می جویند و با افزایش دامنه نوسانات نقدشوندگی، سود بردن کاهش می یابد.

مورتال و لیسون (۲۰۰۹)، با ادامه دادن تحقیق هواکیمیان و همکاران (۲۰۰۱) به بررسی رابطه بین سپر مالیاتی و اهرم مالی پرداخته بودند، عامل نقدشوندگی را نیز اضافه نمودند و به این نتیجه رسیدند که شرکتهای با نقدشوندگی بالا، در هنگام تأمین مالی به احتمال بیشتر، سهام را به بدهی ترجیح می دهند. آنها با کنترل عوامل موثر بر سطح بدهی و عوامل موثر بر انتخاب بدهی و سرمایه، به این نتیجه رسیدند که بین نقدشوندگی و تصمیمات ساختار سرمایه که با نظریه موازنه بیان می - شود، یک رابطه قوی وجود دارد و نیز دریافتند که افزایش نقدشوندگی باعث افزایش میزان انتشار سهام می گردد. آنان هیچ گونه شواهدی مبنی بر این که نقدشوندگی سهام، با احتمال انتشار بدهی رابطه داشته باشد، پیدا نکردند.

<sup>8</sup> Xiaohong & Kabir

<sup>9</sup> Kanagaretnam et al

<sup>10</sup> Udomsirikul et al

<sup>11</sup> Pereira & Zhang

اول<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۸) در تحقیق به بررسی ارتباط بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه پرداختند. یافته های تحقیق مبین ارتباط مثبت بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه می باشد. به عبارتی شواهد این پژوهش نشان داد که با افزایش میزان مالکیت خانوادگی، نسبت اهرم مالی افزایش می یابد.

لزمون و همکاران (۲۰۰۸) تحقیقی در رابطه با ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام انجام دادند. یافته ها نشان می دهد استفاده از بدهی، منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می شود. از این رو شرکتهایی که نسبت بدهی به سرمایه بیشتری دارند، چون از طریق بدهی تأمین مالی نمودهاوند، احتمالاً عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری دارند. به نظر آنها هر چند انتخاب اهرم مالی بر نقدشوندگی سهام، اثرگذار است ولی نقدشوندگی سهام بر انتخاب اهرم مالی موثر نمی باشد.

نچار و تیلور<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۸) در تحقیقی تحت عنوان رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و ساختار سرمایه برای نمونه ای از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اردن پرداختند نتایج تحقیق ایشان حاکی از آن بود که بین ساختار سرمایه و سرمایه گذاران نهادی رابطه منفی و معنی داری وجود ندارد علاوه بر این بر اساس یافته های آنان نقدینگی، اندازه و ساختار دارایی رابطه مثبت و معنی دار و سودآوری رابطه منفی و معنی دار با بدهی شرکت های اردنی دارد.

باراث و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۸) طی یک پژوهش به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام پرداختند. آنها نشان دادند، شرکتهایی که درصد تأمین مالی از طریق بدهی بالاتری دارند، نقدشوندگی سهامشان کمتر است؛ و نیز ادعا کردند که این رابطه معکوس، نظریه سلسله مراتبی را تأیید می کند. به دنبال آن، بیان کردند که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، منجر به استفاده بیشتر از بدهی می شود.

بلیز و پاول<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۶) به بررسی رابطه نقدشوندگی سهام و فرصتهای سرمایه گذاری پرداختند. این شرکتها شوک نقدشوندگی بیرونی را تجربه کرده بودند. آن ها بین تغییر در هزینه های سرمایه ای و تغییر در نقدشوندگی سهام رابطه مثبتی مشاهده نمودند. به نظر آنان افزایش مؤثر در نقدشوندگی، مجموعه پروژه های دارای NPV مثبت را گسترش می دهد؛ زیرا که افزایش نقدشوندگی باعث کاهش هزینه سرمایه می شود. از این رو رویدادهایی که باعث افزایش نقدشوندگی سهام می شوند، از طریق افزایش فرصت سرمایه گذاری، به سهامداران سود می رسانند.

مارتل و فریدر<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۶) رابطه نقدشوندگی و ساختار سرمایه را بررسی نمودند. نتایج رگرسیون نشان داد که با افزایش اهرم مالی، شکاف قیمتی عرضه و تقاضا کاهش و با کاهش نقدشوندگی، اهرم مالی افزایش میابد. این ایده که مدیران هنگامی که با هزینه بالای تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام رو به رو می شوند، به تأمین مالی از طریق بدهی روی

<sup>12</sup> Eliul

<sup>13</sup> Najhar, B., and Taylor

<sup>14</sup> Bharath et al

<sup>15</sup> Becker-Blease, and Paul

<sup>16</sup> Frieder, and Martell

می‌آورند، با یافته آنها مطابقت دارد. با کنترل بهتر روابط بین اهرم مالی و شکاف قیمتی، تأثیر شکاف قیمتی بر اهرم مالی بسیار کاهش می‌یابد.

میشرا<sup>۱۷</sup> (۱۹۹۹) در تحقیق خود به مطالعه بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه پرداختند. نتایج این تحقیق حاکی از این بود که ارتباط منفی بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه وجود دارد. به عبارتی شواهد این پژوهش نشان داد که با افزایش میزان مالکیت خانوادگی، نسبت اهرم مالی کاهش می‌یابد.

اندرسون<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۳) در پژوهش خود تحت عنوان تاسیس شرکت های خانوادگی و عملکرد شرکت به ارتباطی بین نوع مالکیت و ساختار سرمایه دست نیافتند. به عبارتی نوع مالکیت و ساختار آن با نسبت اهرم مالی ارتباط معناداری ندارد.

### فرضیه های پژوهش

- فرضیه اول: نقدشوندگی سهام تأثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی مبتنی بر ارزش دفتری شرکت دارد.
- فرضیه دوم: مالکیت خانوادگی تأثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی مبتنی بر ارزش دفتری شرکت دارد.
- فرضیه سوم: نقدشوندگی سهام تأثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی مبتنی بر ارزش بازار شرکت دارد.
- فرضیه چهارم: مالکیت خانوادگی تأثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی مبتنی بر ارزش بازار شرکت دارد.

### روش شناسی پژوهش

#### روش گردآوری اطلاعات

در این پژوهش ابتدا آمار توصیفی شامل شاخص های مرکزی و پراکندگی از جمله میانگین و انحراف معیار ارائه می شود. سپس برای آزمون فرضیه های پژوهش ارتباط متغیرهای مستقل و وابسته با استفاده از روش رگرسیون مورد آزمون قرار می گیرد. داده های مورد نیاز پژوهش و اطلاعات مورد نیاز با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین جمع آوری و ابتدا در صفحات گسترده اکسل برای تجزیه و تحلیل مهیا شده و سپس تجزیه و تحلیل نهایی و تحلیل تأثیرگذاری متغیرها توسط نرم افزار ایویوز انجام شده است. در این تحقیق جهت گردآوری اطلاعات و داده ها از روشهای کتابخانه ای و اسناد کاوی به شرح زیر استفاده می شود.

۱. جهت تدوین مبانی نظری تحقیق از روش کتابخانه ای با مراجعه به مقالات منتشره، پایان نامه ها، کتابها و امثال اینها استفاده می شود.

۲. جهت گردآوری داده های مورد نیاز جهت آزمون فرضیه ها از روش اسناد کاوی با مراجعه به صورت های مالی اساسی، گزارش های حسابرسی و سایر گزارش ها شامل یادداشت های همراه، گزارش های هیات مدیره و گزارشات مجامع بنگاه های اقتصادی و با بکارگیری نرم افزارهای حرفه ای مربوط مانند ره آورد نوین و پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده می شود.

<sup>17</sup> Mishra

<sup>18</sup> Anderson



## ابزار جمع آوری اطلاعات

جهت به دست آوردن داده های پژوهش از صورت های مالی شرکت ها و اطلاعات منتشره توسط سامانه اطلاع رسانی ناشران<sup>۱۹</sup> و نرم افزار ره آورد نوین استفاده خواهد شد.

## جامعه آماری، نمونه آماری و حجم نمونه

### جامعه آماری

جامعه آماری پژوهش حاضر، همه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی این پژوهش محدود به سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ است.

### نمونه آماری

نمونه آماری نیز با اعمال شرایط زیر از میان شرکت های عضو جامعه آماری انتخاب شده است.

- شرکت ها قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۵ از بورس خارج نشده باشند.
- سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند هر سال و طی دوره پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.
- جزء شرکت های مالی سرمایه گذاری، هلدینگ، واسطه گری و موارد مشابه نباشند.
- سهام آنها حداقل هر ۶ ماه یک بار در بورس اوراق بهادار معامله شده باشد.
- کلیه اطلاعات مورد نیاز شرکت ها در دسترس باشد.

براساس شرایط فوق ۱۰۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید. جدول زیر روند انتخاب نمونه آماری پژوهش را نشان می دهد.

### قلمرو پژوهش

### قلمرو موضوعی

موضوع مورد پژوهش در حوزه تحقیقات بازار سرمایه و پژوهش های حسابداری مالی قرار دارد و به بررسی تاثیر نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر اهرم مالی می پردازد.

### قلمرو زمانی

قلمرو زمانی پژوهش حاضر، بین سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ را در بر می گیرند.

### قلمرو مکانی

قلمرو مکانی انجام این پژوهش بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

## طرح آزمون فرضیه ها

مدل های پژوهش به پیروی از پژوهش ال بانان (۲۰۱۷) به شرح زیر می باشد. جهت آزمون فرضیه اول و دوم از مدل (۱) و جهت آزمون فرضیه سوم و چهارم از مدل (۲) استفاده می شود.

مدل (۱)

$$BLEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Liquidity_{it} + \beta_2 FAMILY_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \beta_6 DEPR_{it} + \beta_7 COLLAT_{it} + \beta_8 PRICE_{it} + \beta_9 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲)

$$MLEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Liquidity_{it} + \beta_2 FAMILY_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \beta_6 DEPR_{it} + \beta_7 COLLAT_{it} + \beta_8 PRICE_{it} + \beta_9 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای این رابطه عبارتند از:

### متغیر وابسته

ساختار سرمایه: در خصوص اندازه گیری متغیرهای وابسته از دو روش استفاده می گردد تا از نتایج اهرم مالی با ارزش دفتری و اهرم مالی با ارزش بازار اطمینان به دست آید.

اهرم مالی با ارزش دفتری (BLEV): از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها به دست می آید.

اهرم مالی با ارزش بازار (MLEV): از نسبت کل بدهی ها به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به دست می آید.

### متغیر مستقل

نقدشوندگی سهام (Liquidity): اولین متغیر مستقل نقدشوندگی سهام می باشد. برای محاسبه نقدشوندگی سهام از معیار نقد شوندگی سهام آمیهد به صورت قدرمطلق نسبت روزانه بازده سهام به حجم معاملات یک روز خاص به طور میانگین در طول سال تعریف می شود. این رابطه بین تغییر قیمت و حجم معاملات مرتبط شرح داده شده است و به صورت زیر محاسبه می شود و اندیس ا برای شرکت و  $\gamma$  سال مورد نظر است.

رابطه (۳)

$$ILLIQ_{id} = \frac{1}{D_{iy}} \sum_{t=1}^{D_{iy}} \frac{|R_{iy}|}{DVOL_{iy}}$$

$D_{iy}$ : تعداد روزهای معاملاتی سهام شرکت ا در سال  $\gamma$

$R_{iy}$ : بازده سهم ا در روز d در سال  $\gamma$

$DVOL_{iy}$ : حجم معاملات بر روی سهم ا در روز d

مالکیت خانوادگی (FAMILY): دومین متغیر مستقل مالکیت خانوادگی می باشد. مالکیت خانوادگی یک متغیر مجازی می باشد و در صورتی که شرکت جز شرکت هایی با مالکیت خانوادگی باشد عدد ۱ و در غیر این صورت ۰ قرار

می گیرد. نمازی و اکبری (۱۳۹۰) و واعظ و همکاران، (۱۳۹۳) در پژوهش خود شرکت هایی را خانوادگی در نظر گرفتند که حداقل حائز یکی از معیارهای زیر باشد:

- یک یا چند نفر از اعضای یک یا دو خانواده، مالک حداقل بیست درصد از سهام شرکت باشند؛ مگر این که با وجود تملک حداقل بیست درصد سهام، نفوذ قابل ملاحظه یا کنترل بر شرکت را نداشته باشند؛
- حداقل پنجاه درصد از اعضای هیأت مدیره، از اعضای یک خانواده باشند؛ و یا به نحوی، نفوذ قابل ملاحظه و یا کنترل بر شرکت توسط اعضای خانواده، ثابت شود، حتی اگر مالکیت اعضای خانواده کمتر از ۲۰ درصد باشد.

در این پژوهش با استفاده از شروط ذکر شده در بالا درصد مالکیت خانوادگی اندازه گیری می شود.

### متغیرهای کنترلی

- رشد شرکت (MTB): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.
- سودآوری شرکت (PROF): سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر کل دارایی ها.
- اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت.
- نسبت دارایی های ثابت مشهود به کل دارایی ها (COLLAT): نسبت دارایی های ثابت مشهود به کل دارایی ها.
- نسبت استهلاک به کل دارایی ها (DEPR): نسبت هزینه استهلاک به کل دارایی ها.
- میانگین قیمت سهام (PRICE): که برای محاسبه ی آن از میانگین قیمت سهام شرکت طی سال استفاده می شود.
- عمر شرکت (AGE): که تعداد سال های گذشته از زمان پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار.

### آمار توصیفی

پس از جمع آوری داده ها و محاسبه متغیرهای مورد استفاده در پژوهش، پارامترهای توصیفی هر متغیر به صورت مجزا محاسبه می شود. جدول شماره (۱) آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل را برای کل مشاهدات این پژوهش نشان می دهد.

## جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
اهرم مالی با ارزش دفتری	BLEV	۰/۵۵۷	۰/۵۷۵	۰/۹۴۲	۰/۰۶۵	۰/۱۸۸
اهرم مالی با ارزش بازار	MLEV	۰/۳۷۱	۰/۳۴۶	۰/۸۶۴	۰/۰۱۷	۰/۲۰۲
عدم نقدشوندگی سهام آمیهود	ILLIQid	۰/۰۱۹	۰/۰۰۵	۰/۷۰۰	۰	۰/۰۴۷
مالکیت خانوادگی	FAMILY	۰/۱۷۱	۰	۱	۰	۰/۳۷۷
رشد شرکت	MTB	۳/۱۹	۲/۴۲	۲۴/۴	۰/۲۶۵	۲/۵۷
سودآوری شرکت	PROF	۰/۱۳۹	۰/۱۱۲	۰/۶۴۶	-۰/۲۴۷	۰/۱۳۶
اندازه شرکت	SIZE	۱۳/۹	۱۳/۸	۱۹/۱	۱۰	۱/۶۴
نسبت دارایی های ثابت مشهود به کل دارایی ها	COLLAT	۰/۲۴۸	۰/۱۹۸	۰/۸۴۹	۰/۰۰۳	۰/۱۸۳
نسبت استهلاک به کل دارایی ها	DEPR	۰/۰۳۵	۰/۰۳۲	۰/۰۸۷	۰/۰۰۲	۰/۰۱۹
میانگین قیمت سهام	PRICE	۵۸۷۸/۴	۳۷۶۱/۶	۴۴۰۰۶/۳	۵۸۶	۶۱۳۲/۶
عمر شرکت	AGE	۱۹/۶	۱۸	۵۱	۵	۸/۷۴

منبع: یافته‌های پژوهش

این پارامترها شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین، میانه، کمینه و بیشینه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی همچون انحراف معیار است. مقدار برآیند یا مرکز ثقل داده‌ها توسط میانگین بیان می‌شود. میانگین متغیر اهرم مالی با ارزش دفتری برابر با ۰/۵۵۷ می‌باشد. اگر داده‌ها را از کوچک به بزرگ مرتب گرداند، داده‌ای که در وسط قرار گرفته است، میانه خواهد بود. میانه متغیر اهرم مالی با ارزش بازار برابر با ۰/۳۴۶ می‌باشد. طبق جدول (۴-۱) بیشترین مقدار مربوط به متغیر عمر شرکت و کمترین مقدار مربوط به متغیر سودآوری شرکت می‌باشد.

## نتایج تخمین مدل اول پژوهش

مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهنده‌گی مدل است، برای این مدل احتمال آماره کمتر از ۰/۰۱ است که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. همچنین ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون (۲/۱۲) نیز مؤید این مطلب است که بین اجزاء اخلاص خودهمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد.

فرضیه اول پژوهش به صورت زیر است:

فرض صفر: نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی مبتنی بر ارزش دفتری شرکت ندارد.

فرض مقابل: نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی مبتنی بر ارزش دفتری شرکت دارد.

همان گونه که نتایج جدول (۲) نشان می دهد، سطح معناداری برای متغیر عدم نقدشوندگی سهام آمیهود ۰/۰۱۲ است که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می باشد. از این رو می توان گفت نقدشوندگی سهام آمیهود تاثیر معناداری بر نسبت اهرم مالی با ارزش دفتری شرکت دارد. در نتیجه فرضیه صفر رد شده و فرضیه پژوهش تایید می گردد. مقدار ضریب متغیر عدم نقدشوندگی سهام آمیهود ۰/۰۴۲ می باشد که نشان دهنده ی رابطه ی مثبت و مستقیم بین عدم نقدشوندگی سهام آمیهود و اهرم مالی با ارزش دفتری شرکت می باشد. از آنجا که سطح معنی داری این متغیر ۰/۰۱۲ و کمتر از ۰/۰۵ است، لذا می توان گفت عدم نقدشوندگی سهام آمیهود تاثیر مثبت و معناداری بر نسبت اهرم مالی مبتنی بر ارزش دفتری شرکت دارد و فرضیه اول تحقیق را نمی توان رد کرد.

جدول (۲): نتایج مربوط به تخمین مدل اول پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عدم نقدشوندگی سهام آمیهود	ILLIQID	۰/۰۴۲	۰/۰۱۷	۵/۵۱	۰/۰۱۲
مالکیت خانوادگی	FAMILY	۰/۰۲۴	۰/۰۲۴	۰/۹۸۴	۰/۳۲۵
رشد شرکت	MTB	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰	۹/۳۸	۰/۰۰
سودآوری شرکت	PROF	-۰/۵۲۷	۰/۰۱۴	-۳۵/۸	۰/۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۶۰	۰/۰۰۸	-۷/۵۱	۰/۰۰
نسبت دارایی های ثابت مشهود به کل دارایی ها	COLLAT	-۰/۴۰۱	۰/۰۴۷	-۸/۴۵	۰/۰۰
نسبت استهلاک به کل دارایی ها	DEPR	-۰/۷۵۰	۰/۴۲۱	-۱/۷۷	۰/۰۷۵
میانگین قیمت سهام	PRICE	۶/۷۹	۶۴,۵	۱/۲۰	۰/۲۲۹
عمر شرکت	AGE	-۰/۴۹۹	۰/۰۶۲	-۸/۰۲	۰/۰۰
ضریب ثابت	C	۰/۴۹۰	۰/۰۹۴	۵/۱۷	۰/۰۰
اتورگرسیون	AR(1)	۰/۴۲۶	۰/۰۴۹	۸/۵۸	۰/۰۰
آماره F:	۲۰۳/۴	معناداری آماره F	۰/۰۰	ضریب تعیین	۰/۹۷
آزمون دوربین واتسون	۲/۱۲	تعداد مشاهدات	۷۳۵		

منبع: یافته های پژوهش

فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر است:

فرض صفر: مالکیت خانوادگی تاثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی مبتنی بر ارزش دفتری شرکت ندارد.

فرض مقابل: مالکیت خانوادگی تاثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی مبتنی بر ارزش دفتری شرکت دارد.

همان گونه که نتایج جدول (۱) نشان می دهد، سطح معناداری برای متغیر مالکیت خانوادگی ۰/۳۲۵ است که بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ می باشد. از این رو می توان گفت مالکیت خانوادگی تاثیر معناداری با نسبت اهرم مالی مبتنی بر ارزش دفتری شرکت ندارد. در نتیجه فرضیه صفر پذیرفته شده و فرضیه دوم پژوهش رد می گردد.

### نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهندگی مدل است، برای این مدل احتمال آماره کمتر از ۰/۰۱ است که می توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. همچنین ملاحظه مقدار آماره دورین واتسون (۲/۲۸) نیز مؤید این مطلب است که بین اجزاء اخلاص خودهمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱ و ۳ قرار دارد.



## جدول (۳): نتایج مربوط به تخمین مدل دوم پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عدم نقدشوندگی سهام آمیهود	ILLIQID	-۰/۰۴۳	۰/۰۲۴	-۱/۷۷	۰/۰۷۷
مالکیت خانوادگی	FAMILY	۰/۰۲۱	۰/۰۲۸	۰/۷۳۸	۰/۴۶۰
رشد شرکت	MTB	-۰/۰۳۱	۰/۰۰۱	-۱۷/۰۴	۰/۰۰
سودآوری شرکت	PROF	۰/۳۶۷	۰/۰۲۵	-۱۴/۲	۰/۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۷۱	۰/۰۱۲	۵/۷۰	۰/۰۰
نسبت دارایی های ثابت مشهود به کل دارایی ها	COLLAT	-۰/۲۶۴	۰/۰۲۶	-۱۰/۱	۰/۰۰
نسبت استهلاک به کل دارایی ها	DEPR	-۰/۰۰۸	۰/۲۸۱	-۰/۰۳۰	۰/۹۷۵
میانگین قیمت سهام	PRICE	۱/۳۸	۱/۱۳	۱/۲۲	۰/۲۲۰
عمر شرکت	AGE	-۰/۵۸۷	۰/۱۱۷	-۵/۰۰	۰/۰۰
ضریب ثابت	C	۰/۳۰۲	۰/۱۸۷	۱/۶۱	۰/۱۰۶
اتورگرسیون	AR(1)	۰/۳۵۵	۰/۱۲۶	۲/۸۰	۰/۰۰۵
آماره F:	۷۷/۸۴	معناداری آماره F	۰/۰۰	ضریب تعیین	۰/۹۴
آزمون دوربین واتسون	۲/۲۸	تعداد مشاهدات	۷۳۵		

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیه سوم پژوهش به صورت زیر است:

فرض صفر: نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی مبتنی بر ارزش بازار شرکت ندارد.

فرض مقابل: نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی مبتنی بر ارزش بازار شرکت دارد.

نتایج جدول (۳) نشان می‌دهد، سطح معناداری برای متغیر عدم نقدشوندگی سهام آمیهود ۰/۰۷۷ است که بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو می‌توان گفت نقدشوندگی سهام آمیهود تاثیر معناداری بر نسبت اهرم مالی با ارزش بازار شرکت ندارد. در نتیجه فرضیه صفر پذیرفته شده و فرضیه سوم پژوهش رد می‌گردد.

فرضیه چهارم پژوهش به صورت زیر است:

فرض صفر: مالکیت خانوادگی تاثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی مبتنی بر ارزش بازار شرکت ندارد.

فرض مقابل: مالکیت خانوادگی تاثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی مبتنی بر ارزش بازار شرکت دارد.

همچنین نتایج جدول (۳) نشان می‌دهد، سطح معناداری برای متغیر مالکیت خانوادگی ۰/۴۶۰ است که بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو می‌توان گفت مالکیت خانوادگی تاثیر معناداری با نسبت اهرم مالی با ارزش بازار شرکت ندارد. در نتیجه فرضیه صفر پذیرفته شده و فرضیه چهارم پژوهش رد می‌گردد.

### پیشنهاداتی مبتنی بر فرضیه های پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش، به مدیران پیشنهاد می‌گردد، چنانچه از لحاظ نقدینگی از وضعیت خوبی قرار دارند، در ترکیب ساختار سرمایه به جای استقراض بانکی از انتشار سهام یا دیگر طرق تامین مالی استفاده نمایند.

### پیشنادهایی برای پژوهش های آتی

در این بخش به منظور استفاده هرچه بیشتر از نتایج تحقیق و نیز کمک به روشن شدن تاثیر نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر اهرم مالی در آینده می‌توان به موضوع های زیر توجه بیشتری نمود و پیشنهادات ذیل جهت انجام پژوهش های آتی بدین شرح ارائه می‌گردد:

۱- مطالعه تاثیر نوع صنعت بر روی روابط بین نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر اهرم مالی.

۴- انجام تحقیق مشابه دیگری با در نظر گرفتن ساختار مالکیت، راهبری شرکتی و ساختار سرمایه بر اهرم مالی و تاثیر آن بر ارزش ذاتی شرکت ها.

۵- با توجه به این که شرکت های با فعالیت واسطه گری مالی، از نمونه تحقیق حذف شده بودند، پیشنهاد می‌گردد تحقیقی در رابطه با تاثیر نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر اهرم مالی در این نوع شرکت ها انجام گرفته و نتایج آن با یافته های تحقیق حاضر مقایسه گردد.

### منابع و مآخذ

۱. اسدی، غلامحسین و محمدی، شاهپور و خرم، اسماعیل (۱۳۹۰) رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت، فصلنامه دانش حسابداری، شماره ۴ (دوره ۲)، ۴۳-۲۳.
۲. بیابانی، شاعرورضی کاظمی، ستاره، صغرا (۱۳۹۲) ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۲۳، ۲۲-۷۹.
۳. پورزمانی، زهرا و جهان شاد، آریتا ونعمتی، علی و فرهودی زارع، پروین (۱۳۸۹) بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه در شرکت ها، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳ (دوره ۲) ۴۶-۲۹.



۴. تهرانی، رضا؛ عبده تبریزی، حسین و داود جعفری سرشت. (۱۳۹۰). ارزیابی تاثیر عرضه عمومی سهام شرکتهای دولتی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه تحقیقات مالی، دوره ۱۳، شماره ۳۱، صص. ۲۳-۴.
۵. رامشه، منیژه؛ سلیمانی امیری، غلامرضا؛ اسکندری، رسول؛ قره خانی، محسن (۱۳۹۶)، بررسی ثبات ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تامین مالی، مقاله ۳، دوره ۵، شماره ۳ - شماره پیاپی ۱۸، پاییز ۱۳۹۶، صفحه ۳۵-۵۶.
۶. رحمانی، علی؛ حسینی، سیدعلی و نرگس رضاپور. (۱۳۸۹) رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران، فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۱، صص. ۵۴-۳۹.
۷. صرامی فروشانی، مهدی. (۱۳۷۷). تغییر در ساختار سرمایه بر نرخ هزینه سرمایه و سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس، رساله کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی.
۸. کرمی، غلامرضا؛ نظری، محسن و سیدمجتبی شفیع پور. (۱۳۸۹) ارزش افزوده اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام، تحقیقات مالی، دوره ۱۲، شماره ۳۰، صص. ۱۱۷-۱۳۲.
۹. محمد زاده کارد، خدیجه و خدادادی، ولی و واعظ، علی (۱۳۹۱) بررسی تاثیر حاکمیت شرکتهای و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش ملی حسابداری و مدیریت، نور دانشگاه آزاد اسلامی.
۱۰. مهرآذین، علیرضا. قبدیان، بشیر، فروتن، امیدوتقی پورمحمد (۱۳۹۲) مالکیت خانوادگی، غیرخانوادگی شرکتهای مدیریت سود. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابرسی مربوط به دیوان محاسبات، شماره ۷۲۹-۷۸۳، (۹۲ پیاپی) ۴.
11. Anderson.R. (2003).FaoundingFamily owner ship and firm performance:Jornal of finance58(1301-1328).
12. Anotoniou. (2008).The determinants of capital structure:Jornal offinanced and QuantitiveAnalysis43(1)(59-92).
13. Becker-Blease, and Paul. (2006). "Stock Liquidity and Investment Opportunities:Evidence from index additions", Financial management, 40 (2), pp: 35-51
14. Bharath, Pasquariello and Wu. (2008). "Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decision?", Oxford Journals, 22 (8), pp: 3211-3243
15. Breen. William, Laurie Simon Hodrick and Robert A. Korajczyk. (2000). "Predicting Equity Liquidity", [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
16. Eliul. (2008).Control motivation and capital structure decision:working paper available at SSRN:<http://ssrn.com>
17. Frieder, and Martell. (2006). " On Capital Structure and the Liquidity of a Firm's Stock", [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
18. Gorji, A, and Raei, R. (2015). Identification of capital structure adjustment speed using a dynamic model of optimal capital structure; emphasis on product market competition factor. Financial Knowledge of Security Analysis (Financial I Studies). 8(25): 43-67.
19. Handoo, A., Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India, IIMB Management Review Review2014 xx, 1-13.

20. Kanagaretnam, Lobo, Whalen. (2011). "Effects of Changes in the Precision of Public Versus Private Information on Market Liquidity at the Time of Earnings Announcement", *International Journal of Management*, Vol28(4), pp:229-237
21. Khodak, Hari Bahadur. (2006). "Leverage and the Cost of Capital: some Tests Using Nepalese Data", *The journal of Nepalese business studies*, (3), No 1, pp: 85-91
22. Lesmond,. O'Conner, Senbet. (2008). "Capital Structure and Equity Liquidity", [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
23. Lesmond,. O'Conner, Senbet. (2008). "Capital Structure and Equity Liquidity", [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
24. Mishra c. (1999). Founding family contorland capital structure, 23(4), 53-64
25. ElBannan, Mona A. (2017), Stock market liquidity, family ownership, and capital structure choices in an emerging country, *Emerging Markets Review* 33 (2017) 201–231.
26. Mortal, and Lipson. (2009). "Liquidity and Capital structure", *Journal of Financial Markets*, 12 (4), pp: 611-644
27. Najhar, B., and Taylor, p. (2008). The Relation ship between capital structure and owner ship structure, *Managerial finance* vol, 12 pp. 919-933
28. Pereira. Pedro and Zhang. (2010). "Stock Returns and the Volatility of Liquidity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 45(2), pp: 1077-1110
29. Udomsirikul, Jumreornvong, and Jiraporn. (2010). "Liquidity and Capital Structure: The Case of Thailand". [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
30. Xiaohong, Huang, Rezaul, Kabir. (2013). The impact of owner ship structure on capital: Evidence from listed firms in China , *scool of Management and Governance Financial Management*



## The Effect of Stock Market Liquidity and Family Ownership on the leverage

Hasan Moeinian <sup>\*1</sup>

Mohsen Heydarian <sup>2</sup>

Hossein Moeinian <sup>3</sup>

Date of Receipt: 2020/01/07 Date of Issue: 2020/01/21

### Abstract

One of the important issues in financial literature is determining the factors affecting the company's capital structure. Although several factors play a role in determining the company's capital structure, the purpose of this study is to examine the effect of stock liquidity and family ownership on financial leverage. This research is descriptive-correlational. The statistical population of this study includes all companies accepted in Tehran Stock Exchange during 2010-2016. The sample size utilizes a systematic removal method of over 105 companies. The research methodology is based on the multivariate regression method of combined data. Liquidity was evaluated using two criteria of the distance from the bid price. The financial leverage was also measured using the market value method and the book value. The results of the study showed that liquidity of the stock market has a positive effect on the financial leverage ratio of the company. But this effect is not impressive. In other words, the non-liquidity criterion has been affected by a 95% confidence level on the book value-based leverage, but the criterion of the proposed selling distance is 90% confidence in the financial leverage. Other findings from the research are the lack of relationship between family ownership and the company's leverage ratio.

### Keyword

stock liquidity, family ownership, financial leverage

1. Master of Accounting, Department of Accounting, Ershad Damavand Non-Profit University, Tehran Branch, Iran (moein.h60@gmail.com).

2. M.Sc., Business Management, Strategic Tendency, Department of Management, Mehr Alborz University, Tehran Branch, Iran

3. M.Sc., Government Management, Transformation Management Tendency, Islamic Azad University, Tehran Branch, Iran