



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هفتم / شماره بیست‌وششم / تابستان ۱۳۹۷

## بررسی تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی

زهره حاجیها

دانشیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شرق، ایران  
drzhajiha@gmail.com

جواد اورادی

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، ایران (نویسنده مسئول)  
ja\_oradi@mail.um.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۲/۱۱ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۳/۰۹

### چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری پژوهش شامل ۲۷ شرکت خانوادگی و ۷۶ شرکت غیرخانوادگی و دوره مطالعه، سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ را در بر می‌گیرد. در این پژوهش از امتیازهای سامانه رتبه‌بندی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار تهران، برای تفکیک شرکت‌ها، به شرکت‌های با سطح افشای اطلاعات کم و زیاد، استفاده شده است. آزمون فرضیه‌های پژوهش از طریق داده‌های ترکیبی به روش تابلویی صورت پذیرفته است. نتایج فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد که بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، هزینه بدهی در شرکت‌های خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی بالاتر است. در ادامه و با بررسی فرضیه دوم پژوهش مشخص گردید که شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی اثر منفی و معناداری دارد. در نتیجه می‌توان اذعان کرد که در شرکت‌های خانوادگی با سطح شفافیت اطلاعاتی بالاتر، هزینه بدهی کاهش می‌یابد.

**واژه‌های کلیدی:** مالکیت خانوادگی، هزینه بدهی، شفافیت اطلاعات، تضاد نمایندگی.

## ۱- مقدمه

شرکت‌های خانوادگی دارای ساختار مالکیت متفاوت و مشخصی هستند، زیرا در این شرکت‌ها طبقه خاصی از سهامداران به مدت طولانی سرمایه‌گذار شرکت بوده و اغلب بر مقامات ارشد مدیریتی نظارت دارند (اندرسون و ریپ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳). اصلان و کومار<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) نشان دادند که ساختار مالکیت شرکت‌ها بر هزینه بدهی اثرگذار است. طی سال‌های اخیر، پژوهش‌هایی در زمینه تأثیر مالکیت خانوادگی بر هزینه بدهی صورت پذیرفته است (اندرسون، مانسی و ریپ، ۲۰۰۳؛ الیول<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۷؛ لین و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱). در ایران نیز تحقیقاتی در رابطه با تأثیر مالکیت خانوادگی بر کیفیت سود (نمازی و محمدی، ۱۳۸۹)، مدیریت سود (مهرآذین و همکاران، ۱۳۹۲)، ترکیب هیئت مدیره و کیفیت گزارشگری مالی (خواجهی و همکاران، ۱۳۹۲) و کیفیت افشا (مهرانی و پروائی، ۱۳۹۳) انجام شده است، اما اثر مالکیت خانوادگی بر هزینه بدهی مورد توجه قرار نگرفته است.

از سوی دیگر، شفافیت اطلاعاتی عاملی است که در پژوهش‌های پیرامون تأثیر مالکیت خانوادگی بر هزینه بدهی کمتر مورد بررسی قرار گرفته است (لیانگیو و همکاران، ۲۰۱۵). شفافیت اطلاعاتی شرکت نقش تعیین‌کننده‌ای در میزان تضاد نمایندگی بین سرمایه‌گذاران، مدیران و بستانکاران و همچنین طراحی ساز و کارهایی برای کاهش این تضاد ایفا می‌کند (جنسن و مک‌لینگ<sup>۵</sup>، ۱۹۷۶؛ بوشمن و اسمیت<sup>۶</sup>، ۲۰۰۱). شفافیت اطلاعاتی در شرکت‌های خانوادگی، انگیزه و ظرفیت بیشتری برای نظارت و سلب مالکیت در اختیار خانواده‌ها قرار می‌دهد (برکارت و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۳). علاوه بر این، شفافیت اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران خارجی را به درک این مسئله سوق می‌دهد که احتمال سلب مالکیت از آن‌ها توسط سهامداران کنترل‌کننده در مقایسه با زمانی که شفافیت اطلاعاتی بالا است، بیشتر است (اندرسون و همکاران، ۲۰۰۹).

وانگ<sup>۸</sup> (۲۰۰۶) ابراز می‌دارد که عدم تقارن اطلاعاتی بالا بین خانواده‌های کنترل‌کننده و سایر سرمایه‌گذاران، باعث جبهه‌گیری خانواده‌های کنترل‌کننده می‌شود. بنابراین نبود اطلاعات شفاف، سرمایه‌گذاران خارجی را از سرمایه‌گذاری در شرکت منع کرده و موجب افزایش هزینه تأمین مالی خارجی می‌شود. در مقابل، اطلاعات شفاف، خانواده‌های کنترل‌کننده را از فعالیت‌های منفعت‌طلبانه باز می‌دارد، چرا که سوء استفاده‌های شخصی توسط آن‌ها به احتمال زیاد توسط سرمایه‌گذاران خارجی شناسایی می‌شود (لیانگیو و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۵).

با عنایت به مطالب فوق، هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج پژوهش حاضر می‌تواند موجب گسترش مبانی نظری پژوهش‌های گذشته در ارتباط با مالکیت خانوادگی شود. همچنین این پژوهش با بررسی نقش واسطه‌ای شفافیت اطلاعاتی شرکت در رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی، نشان می‌دهد که آیا هزینه بدهی در شرکت‌های خانوادگی، نسبت به شفافیت اطلاعات شرکت عکس‌العمل نشان می‌دهد یا خیر.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

کسب و کار خانوادگی سهم زیادی در توسعه اقتصادی کشورها دارد. پژوهش‌های پیشین نشان دادند که کسب و کارهایی که به نوعی مالکیت یا مدیریت خانوادگی دارند، حدود ۶۵ تا ۹۰ درصد از کل کسب و کارهای جهان را تشکیل می‌دهند (جرسیک و همکاران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۷). به همین منظور در بسیاری از کشورها، شاخص‌های متعددی برای تعریف این‌گونه شرکت‌ها ارائه گردیده است. در یک تعریف کلی می‌توان شرکت خانوادگی را شرکتی دانست که در آن، عموماً بخش زیادی از سهام در اختیار یک یا چند سهامدار عمده حقیقی از اعضای یک خانواده است و اعضای خانواده در پست‌های مدیریتی و عملیاتی مشغول کار هستند (اندرسون و ریب، ۲۰۰۳).

به عقیده جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) سهامداران پراکنده انگیزه‌های زیادی برای سلب مالکیت ثروت دارندگان اوراق قرضه به وسیله سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز در پروژه‌های با نرخ مورد انتظار بالا دارند. در مقابل، دارندگان اوراق قرضه با پیش‌بینی این انگیزه‌ها خواستار اجاره بالاتر و در نتیجه هزینه‌های بدهی سرمایه بالاتری هستند. از آنجا که شرکت‌ها به طور منظم وارد بازارهای بدهی برای تأمین مالی می‌شوند، سهامداران با تمرکز مالکیت بالا، با سرمایه‌گذاری قابل توجه و بلندمدت، بیشتر در معرض خطر قرار دارند، به همین دلیل انگیزه زیادی برای کاهش تضاد نمایندگی دارند (اندرسون و همکاران، ۲۰۰۳).

از سوی دیگر، مالکیت متمرکز و تمایز بین حقوق جریان نقدی و حق رأی، موجب ایجاد مشکلات نمایندگی بین سهامداران عمده (سهامداران خانواده) و سایر سهامداران می‌شود. تضاد نمایندگی از آنجا ناشی می‌شود که سهامداران بزرگ به منظور به حداکثر رسانیدن منافع شخصی خود، هزینه‌هایی را بر سهامداران خرد تحمیل نمایند. به خصوص هنگامی که حق رأی متعلق به سهامداران عمده، مازاد بر حقوق جریان نقدی آنان است، احتمال بیشتری وجود دارد که برداشت آنان از سهامداران خرد، بالاتر باشد (فاسیو و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۱). همچنین، سهامداران بزرگ به جای توسعه شرکت یا توزیع وجوه نقد بین سایر سهامداران، سهم بیش‌تری از وجوه نقد را به خودشان اختصاص می‌دهند. سایر سرمایه‌گذاران ممکن است چنین مشکلاتی را پیش‌بینی کنند. بنابراین، قیمت سهام کاهش یافته و ارزشیابی و انتشار سهام را برای شرکت‌ها مشکل و پر هزینه می‌کنند (کلاسنز و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۲). در این حالت می‌توان گفت، در شرکت‌های خانوادگی که دارای مالکیت متمرکز هستند، هزینه بدهی بالاتر است.

بر اساس تئوری اقتصادی، شفافیت نسبی اطلاعات یک شرکت می‌تواند تأثیر کنترل خانوادگی بر هزینه بدهی را تحت تأثیر قرار دهد (لیانگبو و همکاران، ۲۰۱۵). این موضوع نیز به اثبات رسیده است که اطلاعات حسابداری و مالی شرکت، برای کاهش تضاد نمایندگی بین سهامداران، مدیران و بستانکاران مورد استفاده قرار می‌گیرد (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱). ادبیات موجود حاکی از این مطلب است که اطلاعات شرکت در کاهش تضاد نمایندگی بین سهامداران، مدیران و بستانکاران دو نقش اساسی را ایفا می‌کند. اولاً، اطلاعات شرکت، نقش شفافی در بحث و موقعیت قراردادهای بدهی ایفا می‌کند. بستانکاران، اغلب تمایل دارند قراردادهای بدهی شامل بندها و تبصره‌های معینی بر اساس اطلاعات حسابداری و مالی تهیه شده توسط شرکت‌های وام‌گیرنده باشد

(واتز و زیمرمن<sup>۱۳</sup>، ۱۹۸۶). ثانیاً، اطلاعات شفاف شرکت، نه تنها امکان ارزیابی توانایی شرکت‌های وام‌گیرنده در بازپرداخت بدهی را در اختیار بستانکاران قرار می‌دهد، بلکه بستانکاران و شرکت‌های وام‌گیرنده را قادر می‌سازد تا بندها و تبصره‌هایی را به قراردادهای بدهی اضافه کنند، که موجب کاهش تضادهای بالقوه بین طرفین قرارداد بدهی می‌شود. به سخن دیگر، وقتی شرکت‌های وام‌گیرنده نسبت به فراهم کردن یک محیط اطلاعاتی شفاف‌تر متعهد شوند، قراردادهای بدهی موثرتر ممکن خواهند بود (آرمسترانگ و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۰).

از سوی دیگر، تمایل شدید خانواده‌ها به بقاء طولانی مدت شرکت‌هایشان، آن‌ها را به انتخاب یک رویکرد طولانی مدت و کم ریسک سوق می‌دهد (آچلیتر و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۴). این تحلیل نشان می‌دهد که سهامداران خانوادگی، در مقایسه با سهامداران غیرخانوادگی، می‌توانند موجب افزایش یا کاهش تضاد نمایندگی میان سهامداران و بستانکاران شوند و در نتیجه، افزایش یا کاهش هزینه بدهی را به دنبال داشته باشد. همچنین، آرمسترانگ و همکاران (۲۰۱۰) بیان می‌کنند که وقتی شرکت‌های خانوادگی، تعهد کمتری نسبت به ارائه اطلاعات شفاف دارند (یعنی وقتی اطلاعات شرکت، نسبتاً مبهم هستند)، هزینه بدهی در مقایسه با زمانی که اطلاعات شفاف‌تر هستند، بیشتر است. از سوی دیگر، اگر بستانکاران متوجه احتمال بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه و سلب مالکیت از سوی خانواده‌های کنترل‌کننده شوند، انگیزه بیشتری برای نظارت دقیق بر خانواده‌های کنترل‌کننده و حمایت از سرمایه‌گذاری‌های خود در شرکت خواهند داشت.

## ۲-۱- پیشینه پژوهش

نمازی و محمدی (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی کیفیت سود و بازده شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی پرداختند. یافته‌های آن‌ها حاکی از این مطلب است که بین کیفیت سود مبتنی بر نسبت وجه نقد عملیاتی به سود خالص و همچنین نسبت انحراف معیار سود عملیاتی به انحراف معیار وجه نقد عملیاتی در شرکت‌های خانوادگی با شرکت‌های غیر خانوادگی، ارتباط معناداری وجود ندارد. همچنین یافته‌های آن‌ها نشان داد میان بازده شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی نیز تفاوت معناداری وجود ندارد.

حجازی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین مدیریت جریان وجوه نقد و هزینه بدهی طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان از آن دارد، که بین جریان وجه نقد عملیاتی مدیریت نشده با هزینه بدهی رابطه منفی و معنادار و بین جریان وجه نقد عملیاتی مدیریت شده (غیرعادی) با هزینه بدهی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

خواجوی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی، ترکیب هیئت‌مدیره و کیفیت گزارشگری مالی طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ پرداختند. نمونه پژوهش آن‌ها شامل ۲۹ شرکت خانوادگی و ۶۴ شرکت غیرخانوادگی بود. یافته‌های پژوهش آن‌ها رابطه معناداری را بین مالکیت خانوادگی، ترکیب هیئت مدیره و کیفیت گزارشگری مالی نشان نداد.

مهرانی و پروائی (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی کیفیت افشا در شرکت‌های خانوادگی، طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ پرداختند. نمونه پژوهش آن‌ها شامل ۳۵ شرکت خانوادگی و ۱۱۰ شرکت غیرخانوادگی بود. در پژوهش

آن‌ها از امتیازهای اختصاص داده شده بورس اوراق بهادار و ارقام تعهدی اختیار، برای عملیاتی کردن مفهوم کیفیت افشا استفاده شد. یافته‌های پژوهش مزبور حاکی از عدم رابطه معنادار بین مالکیت خانوادگی و کیفیت افشا بود.

موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی هزینه نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی، طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ پرداختند. نمونه پژوهش آن‌ها شامل ۳۰ شرکت خانوادگی و ۳۰ شرکت غیرخانوادگی بود. یافته‌های آن‌ها بازگوکننده این بود که بین هزینه‌های نمایندگی مبتنی بر نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش سالانه و نسبت گردش دارایی‌ها با مالکیت خانوادگی رابطه معناداری وجود دارد. در حالیکه بین هزینه‌های نمایندگی مبتنی بر نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش سالانه و نسبت گردش دارایی‌ها در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی تفاوت معناداری وجود ندارد.

طالب‌نیا و پهلوان (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین شفافیت سود و هزینه سرمایه مورد انتظار شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که بین شفافیت سود و هزینه سرمایه مورد انتظار شرکت‌ها رابطه معکوسی وجود دارد. به بیان دیگر با افزایش شفافیت سود، هزینه سرمایه مورد انتظار شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

اندرسون و همکاران (۲۰۰۳) نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های اس‌اندپی ۵۰۰، را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که به طور متوسط، شرکت‌های خانوادگی هزینه کمتری در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی صرف تأمین مالی بدهی می‌کنند. نگارندگان این پژوهش در توضیح یافته خود بیان کردند که هزینه بدهی کمتر به تمایل خانواده‌ها به بقاء طولانی مدت و توجه آن‌ها به شهرت و اعتبارشان که انگیزه قدرتمندی برای حل تضاد نمایندگی بین سهامداران و وام‌دهندگان عمده محسوب می‌شود، ربط دارد.

الیول و همکاران (۲۰۰۷) دریافته‌اند که در شرکت‌های خانوادگی که دولت آن‌ها حمایت بیشتری از سرمایه‌گذار می‌کند، هزینه بدهی کاهش می‌یابد، اما در کشورهایی که از سرمایه‌گذار حمایت کمتری می‌شود، هزینه‌های بدهی افزایش می‌یابد.

وو و همکاران<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۷) نشان دادند که مشارکت خانواده در مدیریت شرکت، تأثیر منفی در تأمین مالی سرمایه شرکت‌های کوچک دارد. به این صورت که مشارکت خانواده در کنترل مالکیت و مدیریت باعث کاهش تأمین مالی سرمایه و افزایش تأمین مالی از طریق بدهی می‌شود.

چن و همکاران (۲۰۰۸) در پژوهشی به بررسی افشای داوطلبانه در شرکت‌های خانوادگی پرداختند. آن‌ها بیان کردند شرکت‌های خانوادگی در شاخص اس‌اندپی ۵۰۰، افشای داوطلبانه کمتری نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی دارند. این موضوع می‌تواند با افق سرمایه‌گذاری طولانی‌تر و نظارت مناسب‌تر مدیریت و دسترسی بهتر اطلاعات مالکان خانوادگی، توجیه شود.

لیانگبو و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی در شرکت‌های چین طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۰ پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که به طور متوسط، شرکت‌های خانوادگی در چین، هزینه بدهی بسیار کمتری در مقایسه با شرکت‌های غیرخانوادگی پرداخت می‌-

کنند و کنترل خانوادگی موجب کاهش هزینه بدهی در شرکت‌هایی با شفافیت اطلاعاتی کمتر، می‌شود. همچنین یافته‌های آن‌ها نشان داد که کنترل خانوادگی و شفافیت اطلاعاتی شرکت رابطه مثبت و معناداری دارند و این مسئله نشان می‌دهد که تاثیر منفی کنترل خانوادگی بر هزینه بدهی، با افزایش شفافیت اطلاعات شرکت، کاهش می‌یابد.

نیوس و همکاران<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۶) به بررسی ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های خانوادگی اسپانیایی طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۳ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از رابطه منفی بین مالکیت خانوادگی و سررسید بدهی بود.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اول:** بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی اثر معناداری دارد.

### ۴- روش‌شناسی پژوهش

هدف اصلی این مطالعه، بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی و تأثیر شفافیت اطلاعاتی در این رابطه است. بنابراین، پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های شبه تجربی و پس رویدادی است و با استفاده از اطلاعات گذشته انجام می‌شود. جامعه آماری پژوهش حاضر، متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ است. در این پژوهش از نمونه گیری حذفی سیستماتیک استفاده می‌شود و شرکت‌های مورد بررسی، براساس معیارهای زیر انتخاب می‌شوند.

(۱) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

(۲) طی سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۴ تغییر سال مالی نداشته باشد.

(۳) طی دوره مورد نظر فعالیت مستمر داشته باشد و سهام آن بدون وقفه با اهمیت مورد معامله قرار گرفته باشد.

(۴) کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز، از جمله یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، در دسترس باشد.

در نهایت، با توجه به معیارها و محدودیت ذکر شده در بالا، تعداد ۲۷ شرکت خانوادگی و ۷۶ شرکت غیرخانوادگی و در مجموع ۱۰۳ شرکت برای انجام این پژوهش انتخاب شده است. برای جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. به منظور جمع‌آوری داده‌های مورد نظر، از نرم افزار ره آورد نوین و اطلاعات موجود شرکت‌ها در سایت بورس اوراق بهادار تهران، استفاده شده است. داده‌های جمع‌آوری شده برای پردازش وارد نرم‌افزار Stata12 شد.

#### ۴-۱- مدل و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش به ترتیب از مدل (۱) و مدل (۲)، استفاده شده است:

$$\text{Cost of debt}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Family dummy}_{it} + \beta_2 \text{Log assets}_{it} + \beta_3 \text{PPE}_{it} + \beta_4 \text{Debt ratio}_{it} + \beta_5 \text{Current ratio}_{it} + \beta_6 \text{Cash flow}_{it} + \beta_7 \text{Sales growth}_{it} + \beta_8 \text{Pyramid}_{it} + \beta_9 \text{Tims}_{it} + \beta_{10} \text{ROA}_{it} + \beta_{11} \text{Negative equity}_{it} + \beta_{12} \text{Board size}_{it} + \beta_{13} \text{Outside directors}_{it} + \text{Industry dummies}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Cost of debt}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Family dummy}_{it} + \beta_2 \text{Opacity corporate}_{it} + \beta_3 \text{Family dummy} * \text{Opacity corporate}_{it} + \beta_4 \text{Log assets}_{it} + \beta_5 \text{PPE}_{it} + \beta_6 \text{Debt ratio}_{it} + \beta_7 \text{Current ratio}_{it} + \beta_8 \text{Cash flow}_{it} + \beta_9 \text{Sales growth}_{it} + \beta_{10} \text{Pyramid}_{it} + \beta_{11} \text{Tims}_{it} + \beta_{12} \text{ROA}_{it} + \beta_{13} \text{Negative equity}_{it} + \beta_{14} \text{Board size}_{it} + \beta_{15} \text{Outside directors}_{it} + \text{Industry dummies}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

#### متغیر وابسته

$\text{Cost of debt}_{it}$ : هزینه مالی تقسیم بر میانگین بدهی‌های کوتاه مدت و بدهی‌های بلندمدت (لیانگبو و همکاران، ۲۰۱۵).

#### متغیرهای مستقل

$\text{Family dummy}_{it}$ : برابر با متغیر موهومی یک است اگر شرکت از نوع خانوادگی باشد، در غیر این صورت مقدار آن صفر خواهد بود. در ایران، کمیته تدوین استانداردهای حسابداری در بند ۸ استاندارد حسابداری شماره ۲۰ عنوان می‌کند در صورتی که سهامداران حداقل بیست درصد از قدرت رأی در واحد سرمایه‌پذیر را داشته باشند، در این صورت بر شرکت نفوذ فراوان دارند. همچنین طبق ماده ۱۰۷ قانون تجارت ایران کلیه شرکت‌های سهامی عام ملزم به تشکیل هیئت مدیره‌ای از صاحبان سهام می‌باشند که می‌بایست تعداد این هیئت حداقل ۵ نفر باشند، لذا منطقی می‌توان گفت که چنانچه سهام‌داری مالک ۲۰ درصد سهام شرکت باشد به عنوان یکی از اعضای هیئت مدیره مطرح و از این طریق می‌تواند بر عملیات شرکت اعمال کنترل نماید. بنابراین شرکت‌های خانوادگی در این پژوهش مشابه با پژوهش مهرآذین و همکاران (۱۳۹۲)، شرکت‌هایی هستند که یکی از این دو شرط را دارا باشند: اولاً، سهامدار حقیقی مالک ۲۰ درصد سهام عادی شرکت باشد. ثانیاً یکی از اعضای هیئت مدیره، خود، به تنهایی مالک حداقل ۵ درصد سهام عادی و یا مجموع سهام عضو حقیقی هیئت مدیره و اعضای خانواده و فامیل وی، حداقل ۵ درصد مجموع سهام عادی شرکت باشد.

$\text{Opacity corporate}_{it}$ : برابر است با سطح شفافیت اطلاعاتی. متغیری دو ارزشی است که با میانگین از امتیازات شفافیت مستخرج از سازمان رتبه‌بندی بورس، شرکت‌های با رتبه بالاتر از میانه رتبه‌ها در گروه شرکت‌های با شفافیت زیاد (مقدار ۱) و بقیه شرکت‌ها در گروه شرکت‌های با شفافیت کم (مقدار ۰) جای گرفتند (مهرآذین و همکاران، ۱۳۹۱).

## متغیرهای کنترلی

ویژگی‌های شرکت ممکن است هزینه بدهی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. سازگار با پژوهش‌های انجام‌شده (حجازی و همکاران، ۱۳۹۱؛ اندرسون و همکاران، ۲۰۰۳؛ پیتمن و فورتن<sup>۱۸</sup>، ۲۰۰۴؛ لین و همکاران، ۲۰۱۱؛ لیانگیو و همکاران، ۲۰۱۵) از متغیرهای کنترلی زیر استفاده شده است:

$\text{Log assets}_{it}$ : لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت.

$\text{PPE}_{it}$ : مجموع اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت.

$\text{Debt ratio}_{it}$ : جمع بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت شرکت تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت.

$\text{Current ratio}_{it}$ : دارایی‌های جاری تقسیم بر بدهی‌های جاری.

$\text{Cash flow}_{it}$ : جریان نقد عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت.

$\text{Sales growth}_{it}$ : درآمد حاصل از فروش در سال جاری منهای درآمد حاصل از فروش سال قبل، تقسیم بر درآمد حاصل از فروش شرکت در سال قبل.

$\text{Pyram}_{it}$ : اگر سود سال جاری شرکت نسبت به سال قبل افزایش پیدا کرده باشد عدد ۱، در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

$\text{Tims}_{it}$ : نسبت پوشش هزینه‌های مالی که با تقسیم هزینه بهره بر سود قبل از هزینه بهره محاسبه می‌شود.

$\text{ROA}_{it}$ : سود قبل از کسز مالیات تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت.

$\text{Negative equity}_{it}$ : برابر است با ۱ اگر شرکت حقوق صاحبان سهام منفی گزارش کند، در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

$\text{Board size}_{it}$ : لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیئت‌مدیره.

$\text{Outside directors}_{it}$ : تعداد اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره تقسیم بر تعداد اعضای هیئت‌مدیره.

$\text{Industry dummies}_{it}$ : برابر است با متغیرهای دامی صنایع مختلف که برای کنترل اثرات صنعت استفاده می‌شود.

## ۵- یافته‌های پژوهش

## ۵-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای به کار برده شده در این پژوهش شامل میانگین، انحراف معیار و مقایسه میانگین‌ها در جدول ۱ مشاهده می‌شود. از آنجا که شرکت‌های نمونه در هر دو فرضیه پژوهش یکسان است، متغیرها بر حسب مدل تفکیک نشدند. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون جارکو-براک<sup>۱۹</sup> استفاده شد. از آنجا که مقدار معناداری آزمون برای تمامی متغیرها کمتر از میزان ۵ درصد بود، می‌توان گفت متغیرها از توزیع نرمال پیروی نمی‌کنند. ولی بر اساس قضیه حد مرکزی، ضرایب در داده‌های با تعداد مشاهدات بالا نرمال محسوب می‌شوند، هرچند توزیع اجزا نرمال نباشد (گرین<sup>۲۰</sup>، ۲۰۱۱). در این پژوهش نیز از آنجا که تعداد داده‌ها از ۸۲۴ سال شرکت تشکیل شده است، مشکلی از این بابت وجود نخواهد داشت. با توجه به جدول (۱) به طور میانگین نسبت هزینه بدهی ۱۲ درصد می‌باشد. به علاوه میانگین شرکت‌های خانوادگی در این پژوهش ۲۵ درصد و



تقریباً ۵۱ درصد شرکت‌های نمونه دارای شفافیت اطلاعاتی بالا هستند. اندازه شرکت‌های نمونه نیز به‌طور میانگین ۱۳/۲۷۴ بوده و نسبت PPE و اهرم مالی شرکت نیز به ترتیب و به‌طور میانگین ۰/۲۵ و ۰/۶۳ می‌باشد. همچنین با توجه به جدول شماره ۱ مشاهده می‌شود که نسبت جاری، نسبت جریان نقد عملیاتی و رشد فروش در شرکت‌های نمونه به ترتیب، ۱/۳۲۵، ۰/۱۴۱ و ۰/۲۶۲ می‌باشد. استمرار سودآوری (سود مثبت) در شرکت‌های نمونه نیز به‌طور میانگین ۵۳ درصد است. نسبت پوشش هزینه‌های مالی ۴۴ درصد و بازده دارایی‌ها ۱۶ درصد است. علاوه بر این شرکت‌های اندکی حقوق صاحبان سهام منفی دارند که تقریباً ۴ درصد از شرکت‌های نمونه را تشکیل می‌دهند. در نهایت میانگین اندازه هیئت‌مدیره و استقلال هیئت مدیره این شرکت‌ها به ترتیب ۵/۰۳۹ و ۰/۶۲ درصد می‌باشد.

جدول ۱- آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه	نرمالیتی (چارکوبر)
Cost of debt	۰/۱۲۶	۰/۱۱۶	۰/۰۸۳	۰/۳۹۸	۰	۰/۰۰۰۰
Family dummy	۰/۲۵۴	۰	۰/۴۳۶	۱	۰	۰/۰۰۰۰
Opacity corporate	۰/۵۱۱	۱	۰/۵۰	۱	۰	۰/۰۰۰۰
Family* Opacity	۰/۱۲۴	۰	۰/۳۳۰	۱	۰	۰/۰۰۰۰
Log assets	۱۳/۲۷۴	۱۳/۲۶۱	۱/۲۹۲	۱۸/۵۳۴	۱۰/۰۳۱	۰/۰۰۰۰
PPE	۰/۲۵۱	۰/۱۹۶	۰/۱۷۵	۰/۸۵۸	۰/۰۱۸	۰/۰۰۰۰
Debt ratio	۰/۶۳۰	۰/۶۱۷	۰/۵۰۳	۱/۲۲۲	۰/۱۴۵	۰/۰۰۰۰
Current ratio	۱/۳۲۵	۱/۲۲۹	۰/۵۹۳	۳/۹۰۸	۰/۱۶۴	۰/۰۰۰۰
Cash flow	۰/۱۴۱	۰/۱۰۶	۰/۱۹۳	۰/۹۳۹	-۰/۳۸۴	۰/۰۰۰۰
Sales growth	۰/۲۶۲	۰/۱۳۳	۰/۷۶۵	۵/۹۸۴	-۰/۹۸۳	۰/۰۰۰۰
Pyram	۰/۵۳۰	۱	۰/۴۹۹	۱	۰	۰/۰۰۰۰
Tims	۰/۴۴۶	۰/۲۱۳	۱/۴۳۴	۱۰/۷۷	-۳/۶۸۹	۰/۰۰۰۰
ROA	۰/۱۶۰	۰/۱۲۷	۰/۲۰۲	۰/۹۳۷	-۰/۴۴۹	۰/۰۰۰۰
Negative equity	۰/۰۴۹	۰	۰/۲۱۶	۱	۰	۰/۰۰۰۰
Board size	۵/۰۳۹	۵	۰/۲۷۸	۷	۵	۰/۰۰۰۰
Outside directors	۰/۶۲۲	۰/۶۰	۰/۲۰۹	۰/۸۰	۰/۲۰	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۵-۲- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

با توجه به اینکه مدل آزمون فرضیه اول پژوهش، مدل رگرسیون با داده‌های ترکیبی می‌باشد، برای تعیین تخمین مناسب آن بایستی ابتدا آزمون F لیمر بر روی آن انجام گردد. نتیجه حاصل از آزمون F لیمر در جدول (۲) برای مدل مربوط به فرضیه‌ی اول پژوهش حاکی از این است که فرضیه  $H_0$  این آزمون رد شده و داده‌های مربوط به این مدل از روش پانل تبعیت می‌کنند. پس از مشخص شدن استفاده از روش داده‌های پانلی، لازم است تا مشخص شود که مدل پانلی مورد استفاده می‌بایست دارای اثرات ثابت باشد یا اثرات تصادفی. برای این منظور در این پژوهش از آزمون هاسمن استفاده شده است، نتیجه حاصل از آزمون هاسمن حاکی از این است که فرضیه  $H_0$  این آزمون رد شده و روش برآورد پارامترهای این مدل روش پانلی با اثرات ثابت است.

جدول ۲- نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

نتیجه آزمون	P_Value	آماره F	فرضیه $H_0$
رد $H_0$ : روش پانلی مناسب تر است	۰/۰۰۰۰	۷/۶۱	استفاده از روش داده‌های پولد (تلفیقی)
رد $H_0$ : روش پانلی با اثرات ثابت	۰/۰۴۶۳	۱۹/۹۳	استفاده از روش اثرات تصادفی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در این پژوهش برای بررسی شرط عدم ناهمسانی واریانس از آزمون والد تعدیل شده<sup>۲۱</sup> و برای بررسی شرط عدم خود همبستگی سریالی از آزمون والد ریچ<sup>۲۲</sup> استفاده شده است. نتایج حاصل از بررسی ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی در نگاره ذیل آمده است:

جدول ۳- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی

نتیجه آزمون	P_Value	آماره کای دو	فرضیه $H_0$
رد $H_0$ : ناهمسانی واریانس وجود دارد	۰/۰۰۰۰	۲۸۴۰۱	عدم ناهمسانی واریانس
رد $H_0$ : وجود خودهمبستگی سریالی	۰/۰۰۰۰	۸۸/۵۹۸	عدم خودهمبستگی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه نتایج جدول بالا و برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس و خود همبستگی جهت تخمین مناسب‌تر پارامترهای مدل از رویکرد GLS<sup>۲۳</sup> برای برازش نهایی مدل استفاده می‌شود. زمانی به نتایج حاصل از رگرسیون می‌توان اتکا کرد که رگرسیون به طور مناسب برازش شده باشد. در نرم افزار Stata زمانی که روش GLS برای برازش نهایی مدل استفاده می‌شود، برای این که بتوان گفت مدل رگرسیونی به طور مناسب برازش شده و معنادار است از مقدار احتمال آماره  $\chi^2$  دو والد استفاده می‌شود. مطابق با نتایج جدول (۴)، مقدار معناداری آماره  $\chi^2$  دو والد در سطح خطای ۱٪، معناداری مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد. با مشاهده جدول (۴) می‌توان به این

نتیجه دست یافت که عامل خانوادگی بودن رابطه مثبت و معناداری با هزینه بدهی دارد و فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. این نتیجه نشان می‌دهد شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی هزینه بدهی بالاتری دارند.

#### جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

Cost of debt <sub>it</sub> = $\beta_0 + \beta_1 \text{Family dummy}_{it} + \beta_2 \text{Log assets}_{it} + \beta_3 \text{PPE}_{it} + \beta_4 \text{Debt ratio}_{it} + \beta_5 \text{Current ratio}_{it} + \beta_6 \text{Cash flow}_{it} + \beta_7 \text{Sales growth}_{it} + \beta_8 \text{Pyram}_{it} + \beta_9 \text{Tims}_{it} + \beta_{10} \text{ROA}_{it} + \beta_{11} \text{Negative equity}_{it} + \beta_{12} \text{Board size}_{it} + \beta_{13} \text{Outside directors}_{it} + \text{Industry dummies}_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	مقدار احتمال Z
C	۰/۰۹۴۵	۰/۰۴۷۷	۱/۹۸	۰/۰۴۸
Family dummy	۰/۰۱۰۷۵	۰/۰۰۴۲	۲/۵۱	۰/۰۱۲
Log assets	۰/۰۱۰۷۱	۰/۰۰۱۶	۶/۳۷	۰/۰۰۰
PPE	-۰/۰۵۱۲	۰/۰۱۴۴	-۳/۵۶	۰/۰۰۰
Debt ratio	۰/۰۸۶۷	۰/۰۱۹۴	۴/۴۷	۰/۰۰۰
Current ratio	-۰/۰۰۳۴	۰/۰۰۵۶	-۰/۶۲	۰/۵۳۷
Cash flow	۰/۰۱۱۷	۰/۰۰۸۹	۱/۳۱	۰/۱۸۹
Sales growth	۰/۰۰۵۱	۰/۰۰۲۷	۱/۸۹	۰/۰۵۸
Pyram	-۰/۰۰۵۳	۰/۰۰۳۹	-۱/۳۵	۰/۱۷۶
Tims	۰/۰۰۶۵	۰/۰۰۱۴	۴/۴۱	۰/۰۰۰
ROA	-۰/۰۳۴۴	۰/۰۱۱۰	-۳/۱۳	۰/۰۰۲
Negative equity	۰/۰۰۸۱	۰/۰۱۳۶	۰/۵۹	۰/۵۵۳
Board size	-۰/۰۲۳۳	۰/۰۰۷۲	-۳/۲۱	۰/۰۰۱
Outside directors	-۰/۰۳۶۷	۰/۰۱۰۰	-۳/۶۵	۰/۰۰۰
Industry dummies	کنترل شد			
آماره خی‌دو والد: ۳۵۷/۸۷	مقدار احتمال: ۰/۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۵-۳- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

نتیجه حاصل از آزمون F لیمر در جدول (۵) برای مدل مربوط به فرضیه دوم پژوهش حاکی از این است که فرضیه  $H_0$  این آزمون رد شده و داده‌های مربوط به این مدل از روش پانل تبعیت می‌کنند. در ادامه نتیجه حاصل از آزمون هاسمن نشان می‌دهد که فرضیه  $H_0$  این آزمون رد شده و روش برآورد پارامترهای این مدل روش پانلی با اثرات ثابت است.

جدول ۵- نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

نتیجه آزمون	P_Value	آماره F	فرضیه H <sub>0</sub>
رد H <sub>0</sub> : روش پانلی مناسب تر است	۰/۰۰۰۰	۷/۷۴	استفاده از روش داده‌های پولد (تلفیقی)
رد H <sub>0</sub> : روش پانلی با اثرات ثابت	۰/۰۱۱۲	۲۴/۳۸	استفاده از روش اثرات تصادفی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در این مدل نیز مشابه با مدل (۱)، برای بررسی شرط عدم ناهمسانی واریانس از آزمون والد تعدیل شده و برای بررسی شرط عدم خود همبستگی سریالی از آزمون والد ریج استفاده شده است. نتایج حاصل از بررسی ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی در نگاره ذیل آمده است:

جدول ۶- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی

نتیجه آزمون	P_Value	آماره کای دو	فرضیه H <sub>0</sub>
رد H <sub>0</sub> : ناهمسانی واریانس وجود دارد	۰/۰۰۰۰	۱۷۱۲۱	عدم ناهمسانی واریانس
رد H <sub>0</sub> : وجود خودهمبستگی سریالی	۰/۰۰۰۰	۹۰/۵۴۴	عدم خودهمبستگی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه نتایج جدول بالا و برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس و خود همبستگی جهت تخمین مناسب‌تر پارامترهای مدل مشابه با برآورد فرضیه اول، از رویکرد GLS در برازش نهایی مدل استفاده می‌شود. با توجه به نتایج جدول (۷)، مقدار معناداری آماره خی دو والد در سطح خطای ۱٪ بیانگر معناداری مدل رگرسیونی است. در ارتباط با متغیرهای مستقل پژوهش، نتایج جدول ذیل نشان می‌دهد که متغیر مالکیت خانوادگی از لحاظ آماری معنادار است، در نتیجه در این مدل نیز عامل خانوادگی بودن رابطه مثبت و معناداری با هزینه بدهی دارد. با بررسی دیگر نتایج، مشاهده می‌شود که شفافیت اطلاعاتی رابطه معناداری با هزینه بدهی ندارد. به بیان دیگر، تفاوتی در هزینه بدهی شرکت‌های با شفافیت اطلاعاتی بالاتر و شفافیت اطلاعاتی پایین‌تر وجود ندارد. در ادامه یافته‌ها نشان از تأثیر منفی شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی دارد و فرضیه دوم پژوهش نیز پذیرفته می‌شود. به بیان ساده‌تر شفافیت اطلاعاتی باعث می‌شود تا هزینه بدهی در شرکت‌های خانوادگی کاهش یابد.

### جدول ۷- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$$\text{Cost of debt}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Family dummy}_{it} + \beta_2 \text{Opacity corporate}_{it} + \beta_3 \text{Family dummy} * \text{Opacity corporate}_{it} + \beta_4 \text{Log assets}_{it} + \beta_5 \text{PPE}_{it} + \beta_6 \text{Debt ratio}_{it} + \beta_7 \text{Current ratio}_{it} + \beta_8 \text{Cash flow}_{it} + \beta_9 \text{Sales growth}_{it} + \beta_{10} \text{Pyrarn}_{it} + \beta_{11} \text{Tims}_{it} + \beta_{12} \text{ROA}_{it} + \beta_{13} \text{Negative equity}_{it} + \beta_{14} \text{Board size}_{it} + \beta_{15} \text{Outside directors}_{it} + \text{Industry dummies}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	مقدار احتمال Z
C	۰/۰۸۶۱	۰/۰۴۹۲	۱/۷۵	۰/۰۸۰
Family dummy	۰/۰۲۷۹	۰/۰۰۶۳	۴/۳۷	۰/۰۰۰
Opacity corporate	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۴۴	۰/۱۴	۰/۸۸۶
Family* Opacity	-۰/۰۲۸۰	۰/۰۰۸۱	-۳/۴۳	۰/۰۰۱
Log assets	۰/۰۱۰۸	۰/۰۰۱۷	۶/۳۳	۰/۰۰۰
PPE	-۰/۰۵۲۳	۰/۰۱۴۵	-۳/۵۹	۰/۰۰۰
Debt ratio	۰/۰۸۶۰	۰/۰۱۹۸	۴/۳۳	۰/۰۰۰
Current ratio	-۰/۰۰۳۴	۰/۰۰۵۵	-۰/۶۱	۰/۵۳۹
Cash flow	۰/۰۱۲۶	۰/۰۰۸۹	۱/۴۱	۰/۱۵۷
Sales growth	۰/۰۰۶۴	۰/۰۰۲۷	۲/۳۸	۰/۰۱۷
Pyrarn	-۰/۰۰۶۵	۰/۰۰۳۹	-۱/۶۶	۰/۰۹۶
Tims	۰/۰۰۶۴	۰/۰۰۱۵	۴/۲۷	۰/۰۰۰
ROA	-۰/۰۳۲۱	۰/۰۱۱۱	-۲/۸۹	۰/۰۰۴
Negative equity	۰/۰۰۳۲	۰/۰۱۳۹	۰/۲۴	۰/۸۱۴
Board size	-۰/۰۲۲۳	۰/۰۰۷۳	-۳/۰۴	۰/۰۰۲
Outside directors	-۰/۰۳۱۹	۰/۰۱۰۱	-۳/۱۴	۰/۰۰۲
Industry dummies	کنترل شد			
آماره خی دو والد: ۳۷۸/۴۳	مقدار احتمال: ۰/۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۶- نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش به بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. علاوه بر این تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی مورد بررسی قرار گرفت. به‌منظور عملیاتی کردن مفهوم شفافیت اطلاعاتی، از امتیازهای سامانه رتبه‌بندی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار تهران استفاده گردید. برای این منظور، شرکت‌ها به شرکت‌های با سطح شفافیت اطلاعاتی بالا و سطح شفافیت اطلاعاتی پایین تفکیک شدند. یافته‌های این پژوهش، حاکی از این مطلب است که بین عامل مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این نتایج مشابه با پژوهش وو و همکاران (۲۰۰۷) و مخالف با پژوهش‌های اندرسون و ریب (۲۰۰۳) و لیانگیو و همکاران (۲۰۱۵) است. به گفته الول و همکاران (۲۰۰۷) شرکت‌های خانوادگی از حمایت‌های قانونی و بازار کمتری برخوردار

هستند و از نهادهای ضعیف به شمار می‌روند (الول و همکاران، ۲۰۰۷). بنابراین می‌توان استدلال کرد که در این شرکت‌ها هزینه بدهی بالاتری وجود داشته باشد. در ادامه و با بررسی فرضیه دوم پژوهش، مشاهده شد که شفافیت اطلاعاتی اثر منفی معناداری بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی دارد. به بیان دیگر در شرکت‌های خانوادگی با سطح افشای بالاتر، هزینه بدهی کاهش می‌یابد. همچنین می‌توان استدلال کرد که هزینه بدهی در شرکت‌های خانوادگی نسبت به شفافیت اطلاعات عکس‌العمل نشان می‌دهد و وجود اطلاعات شفاف، سرمایه‌گذاران خارجی را به سرمایه‌گذاری در شرکت سوق می‌دهد و موجب کاهش هزینه تامین مالی خارجی می‌شود. این یافته‌ها مخالف با پژوهش لیانگبو و همکاران (۲۰۱۵) است، که تأثیر مثبت و معنادار شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی را نشان دادند.

در ارتباط با پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود تا سایر موضوعات مالی از قبیل مقایسه عملکرد شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی انجام پذیرد. همچنین تأثیر شفافیت اطلاعاتی در شرکت‌های خانوادگی بر متغیرهایی همچون رشد قیمت سهام می‌تواند موضوع جالبی برای تحقیقات آینده باشد.

#### فهرست منابع

- \* حجازی، رضوان، قیطاسی، روح الله، مسجدموسوی، میرسجاد، (۱۳۹۱). "بررسی رابطه بین مدیریت جریان وجوه نقد و هزینه بدهی"، دانش حسابداری، دوره سوم، ش ۱۰، ص ۱۳۶-۱۱۷.
- \* خواجه‌جوی، شکرالله، اعتمادی جوریابی، مصطفی، منفرد مهارلویی، محمد، منصور، شعله، (۱۳۹۲). "مالکیت خانوادگی، ترکیب هیأت‌مدیره و کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، حسابداری مالی، دوره پنجم، ش ۱۹، ص ۱۳۶-۱۱۰.
- \* طالب‌نیا، قدرت‌الله، پهلوان، سمیرا، (۱۳۹۴). "بررسی رابطه بین شفافیت سود و هزینه سرمایه مورد انتظار شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات حسابداری و حسابرسی، دوره چهارم، ش ۱۵، ص ۴۳-۲۸.
- \* مهرآذین، علیرضا، قبدیان، بشیر، فروتن، امید، تقی پور، محمد، (۱۳۹۲). "مالکیت خانوادگی، غیر خانوادگی شرکت‌ها و مدیریت سود"، دانش حسابرسی، دوره سیزدهم، ش ۱۴، ص ۱۷۱-۱۵۳.
- \* مهرآذین، علیرضا، مسیح‌آبادی، ابولقاسم، دهنوی، محمدعلی، (۱۳۹۱). "شفافیت اطلاعاتی و محتوای اطلاعاتی سود"، دانش حسابداری، دوره سوم، ش ۸، ص ۱۳۰-۱۱۳.
- \* مهران، کاوه، پروائی، اکبر، (۱۳۹۳). "کیفیت افشا در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره بیست و یکم، ش ۴، ص ۵۴۰-۵۲۷.
- \* موسوی شیر، محمد، صالحی، مهدی، شرف دوست، فاطمه، (۱۳۹۴). "مالکیت خانوادگی، غیر خانوادگی و هزینه نمایندگی"، مطالعات حسابداری و حسابرسی، دوره چهارم، ش ۱۹، ص ۳۱-۱۶.

\* نمازی، محمد، محمدی، محمد، (۱۳۸۹). " بررسی کیفیت سود و بازده شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره دوم، ش ۲، ص ۱۹۴-۱۵۹.

- \* Achleitner, A., Gunther, N., Kaserer, C., & Siciliano, G. (2014). Real earnings management and accrual-based earnings management in family firm. *European Accounting Review*, 23, 431-461.
- \* Anderson, R., and D. Reeb. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58: 1301-1328.
- \* Anderson, R., Duru, A., & Reeb, D. (2009). Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 92, 205-222.
- \* Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.
- \* Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 179-234.
- \* Aslan, H., Kumar, P., (2012). Strategic Ownership Structure and the Cost of Debt. *The Review of Financial Studies* / v 25 n 7.
- \* Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms. *The Journal of Finance*, 58, 2167-2202.
- \* Bushman, R. M., & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237-333.
- \* Chen, S., X. Chen, and Q. Cheng. (2008). Do family firms provide more or less voluntary disclosure? *Journal of Accounting Research* 46 (3): 499-536.
- \* Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57, 2741-2771.
- \* Ellul, A., Guntay, L., & Lel, U. (2007). External governance and debt agency costs of family firms (Federal Reserve International Finance Discussion Paper No. 908).
- \* Faccio, M., Lang, L. and Young, L. (2001), "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, Vol. 91 No. 1, pp. 54-78.
- \* Gersick, K. E., Davis, J. A., McCollom, H. M., & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: Life cycles of the family business*. Boston: Harvard Business School Press.
- \* Greene, W. (2011). *Econometric Analysis*. Seventh ED. United states of America: Prentice-hall publication.
- \* Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- \* Liangbo M, Shiguang M & Gary T., (2015). Corporate Opacity and Cost of Debt for Family Firms. *European Accounting Review*, 58, 1-34.
- \* Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., & Xuan, Y. (2011). Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 100, 1-23.
- \* Pittman, J. A., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 113-136.
- \* Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44, 619-656.
- \* Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- \* Wu, Zhenyu, Chua Jess H. and James J. Chrisman. (2007). Effects of Family Ownership and Management on Small Business Equity Financing. *Journal of Business Venturing*, 22: 875-895.

- \* Nieves, L, D.,; Pedro J. G-T; Pedro M-S (2016). Debt maturity structure in private firms: Does the family control matter? Journal of Corporate Finance,. V, 37, pp. 393-411

یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>. Anderson & Reeb
- <sup>2</sup>. Aslan & Kumar
- <sup>3</sup>. Ellul
- <sup>4</sup>. Lin
- <sup>5</sup>. Jensen & Meckling
- <sup>6</sup>. Bushman & Smith
- <sup>7</sup>. Burkart
- <sup>8</sup>. Wang
- <sup>9</sup>. Liangbo
- <sup>10</sup>. Gersick
- <sup>11</sup>. Faccio
- <sup>12</sup>. Claessens
- <sup>13</sup>. Watts & Zimmerman
- <sup>14</sup>. Armstrong
- <sup>15</sup>. Achleitner
- <sup>16</sup>. Wu
- <sup>17</sup>. Nieves
- <sup>18</sup>. Pittman
- <sup>19</sup>. Jarque & Bera
- <sup>20</sup>. Greene
- <sup>21</sup>. Modified Wald test
- <sup>22</sup>. Wooldridge
- <sup>23</sup>. Generalized Least Square

Archive of SID