



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال ششم / شماره بیست‌ویکم / بهار ۱۳۹۶

## بررسی تاثیر خانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه

بی‌تا مشایخی

دانشیار حسابداری دانشگاه تهران

احمد آژنگ

کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران

azhang@ut.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۸/۰۱ تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۹/۱۷

### چکیده

شرکت‌های خانوادگی نوع خاصی از شرکت‌ها هستند که ویژگی‌های خاص آن‌ها سبب شده که حوزه تحقیقاتی خاص آن‌ها شکل بگیرد. در شرکت‌های خانوادگی انگیزه‌های متفاوتی برای افشا و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. از یک طرف حضور مالکان خانوادگی در شرکت سبب نظارت موثر بر مدیران شرکت می‌شود؛ که برآیند آن کاهش هزینه نمایندگی میان مالکان و مدیر می‌باشد. از این رو شرکت‌های خانوادگی هزینه‌های بالقوه بیشتری در مقایسه با مزایای افشای به موقع و باکیفیت اطلاعات متحمل می‌شوند و در نتیجه افشای کمتر را ترجیح می‌دهند. از طرف دیگر شرکت‌های خانوادگی برای افزایش ارزش شرکت، تمایل به کاهش هزینه سرمایه از طریق افشای بیشتر و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی خواهند داشت.

هدف از این پژوهش بررسی عامل خانوادگی یا غیرخانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و میانگین موزون هزینه سرمایه می‌باشد. نتایج این پژوهش که براساس مطالعه ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران طی سال‌های ۸۴ الی ۹۲ حاصل شده، حاکی از عدم تاثیر معنادار عامل خانوادگی یا غیرخانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و میانگین موزون هزینه سرمایه می‌باشد.

**واژه‌های کلیدی:** عدم تقارن اطلاعاتی؛ میانگین موزون هزینه سرمایه؛ شرکت خانوادگی.

## ۱- مقدمه

کسب و کارهای خانوادگی، قدیمی‌ترین نوع سازمان‌های تجاری هستند. در بیشتر کشورها کسب و کارهای خانوادگی بیش از ۷۰ درصد کل تجارت را به خود اختصاص داده‌اند و نقش کلیدی در رشد اقتصاد و اشتغال‌زایی ایفا می‌کنند. دامنه کسب و کارهای خانوادگی از شرکت‌های کوچک یا متوسط تا شرکت‌های بزرگ که در چندین صنعت و کشور کار می‌کنند، امتداد دارد (نصیری و امیدوار، ۱۳۹۱).

ساختار مالکیتی شرکت‌های خانوادگی، موجب تفاوت‌هایی با شرکت‌های غیرخانوادگی گردیده است که همین امر، بررسی ابعاد و مفاهیم مختلف را در شرکت‌های خانوادگی ضروری ساخته است. از طرفی، با توجه به وجود تعداد قابل توجهی شرکت خانوادگی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی جنبه‌های مختلف این شرکت‌ها از اهمیت زیادی برخوردار است.

هر شرکت مجموعه‌ای از روابط و قراردادهاست؛ که در این باره می‌توان به روابط میان مالک-مدیر، سهامداران اکثریت-اقلیت، و اعتباردهندگان-شرکت اشاره کرد. در این میان برخی از گروه‌ها نسبت به دیگران دارای مزیت‌های اطلاعاتی می‌باشند که این پدیده در اقتصاد با عنوان "عدم تقارن اطلاعاتی" شناخته می‌شود (اسکات، ۲۰۱۲) و سبب ایجاد هزینه‌های نمایندگی می‌شود.

مبنا و اساس تحقیقات پیرامون شرکت‌های خانوادگی، مسئله نمایندگی می‌باشد. به سبب ساختار و ویژگی‌های مالکیت خانوادگی، انتظار می‌رود که مالکان خانوادگی حساسیت بیشتری نسبت به افزایش ارزش شرکت داشته باشند، که منجر به انگیزه‌های بیشتری نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی برای کنترل کردن هزینه‌ها (از جمله هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های مرتبط با آن نظیر هزینه سرمایه) از طریق افشای بهتر و از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود (چنگ، ۲۰۱۴). از طرفی حضور مالکان خانوادگی در فعالیت‌های اجرایی و امکان کسب اطلاعات از مجاری مختلف، سبب نظارت دقیق‌تر بر مدیریت اجرایی و کاهش مسائل نمایندگی میان مدیر-مالکان می‌شود. از این رو ممکن است که شرکت‌های خانوادگی هزینه‌های بالقوه بیشتری در مقایسه با مزایای افشای به موقع و باکیفیت اطلاعات متحمل شوند و در نتیجه افشای کمتر را ترجیح دهند (ستایش و کاظم نژاد، ۱۳۹۱)، که پیامد آن افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه می‌باشد.

با توجه به ادبیات موجود، انتظار می‌رود که شرکت‌های خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی انگیزه‌های متفاوتی برای کنترل مسائل نمایندگی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی داشته باشند. از این رو بررسی تاثیر عامل خانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه، می‌تواند درک بهتری از راهبری شرکت‌های خانوادگی ارائه دهد.

در ادامه ساختار این تحقیق شامل مبانی نظری و پیشینه تحقیق، فرضیه‌ها، روش تحقیق، یافته‌ها، و نتیجه‌گیری می‌باشد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### مبانی نظری

شرکت‌های خانوادگی شرکت‌هایی هستند که حضور موسسان و یا خانواده موسسان در مدیریت شرکت تداوم دارد، اعضای خانواده در هیئت مدیره حضور دارند، و یا دارای بلوک‌هایی از سهام شرکت هستند. در ادبیات موجود از این تعریف برای شرکت‌های خانوادگی به شکل وسیعی استفاده شده است. (چنگ، ۲۰۱۴)

در مقایسه با سایر سهامداران عمده، معمولاً مالکان خانوادگی در شرکت‌های خانوادگی دارای خصوصیات منحصر به فردی می‌باشند: (۱) به دلیل تمرکز مالکیتی آن‌ها بر شرکت خانوادگی، معمولاً پرتفوی سرمایه‌گذاری متنوعی ندارند. بدین دلیل مالکان خانوادگی از تصمیمات صحیح شرکت منفعت بیشتری می‌برند و تصمیمات نادرست شرکت، آن‌ها را بیشتر متضرر می‌سازد. بنابراین، مالکان خانوادگی انگیزه‌های زیادی برای افزایش ارزش شرکت دارند. (۲) مالکان خانوادگی افق سرمایه‌گذاری بلندمدت تری نسبت به سایر سهامداران دارند. آن‌ها معمولاً مالکیتشان را همانند یک دارایی به نسل‌های بعد منتقل می‌کنند. از این رو مالکان خانوادگی به جای توجه به ارزش شرکت در کوتاه مدت، به ارزش شرکت در بلند مدت توجه دارند. (۳) اعضای خانواده به صورت فعال در مدیریت شرکت مشارکت دارند که به نوعی دلالت بر این امر دارد که آن‌ها ترجیحات خود را در شرکت اعمال می‌کنند. (چنگ، ۲۰۱۴)

ویژگی‌های منحصر به فرد مالکان در شرکت‌های خانوادگی مسائلی را بوجود می‌آورد که سبب توجه ویژه به این شرکت‌ها در حوزه‌های مختلف پژوهشی گردیده است. مبنا و اساس تحقیقات پیرامون شرکت‌های خانوادگی، مسئله نمایندگی می‌باشد. به طور کلی مسائل نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی عبارتند از:

### الف) تضاد میان مدیران و سهامداران

همانگونه که جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) نشان دادند، جدایی مدیریت از مالکیت ممکن است منجر به این شود که مدیران در جهت بهترین منافع سهامداران عمل نکنند. با این وجود، در شرکت‌های خانوادگی به دلایل مختلفی این نوع مسئله نمایندگی کمتر است: (۱) پرتفوی سرمایه‌گذاری مالکان خانوادگی متنوع نیست و این افراد عموماً بر فعالیت‌های شرکت خانوادگی متمرکزند و همین امر محرکی برای نظارت شدیدتر بر فعالیت‌های مدیریت می‌باشد. (۲) افق سرمایه‌گذاری بلندمدت مالکان خانوادگی دلالت بر این دارد که آن‌ها مایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت می‌باشند. این امر سبب کاهش مسائل و مشکلات مربوط به دید کوتاه مدت مدیریت می‌شود (استین، ۱۹۸۹). همچنین از آن جایی که مالکان خانوادگی، شرکت را به عنوان یک دارایی می‌پندارند که باید به نسل‌های بعد منتقل شود (جیمز، ۱۹۹۹)، بقای شرکت برای آن‌ها از اهمیت زیادی برخوردار است؛ در نتیجه انگیزه‌ی آن‌ها برای نظارت بر مدیریت زیادتر است. (۳) مالکان خانوادگی برای شهرت و اعتبار خود اهمیت زیادی قائلند؛ زیرا که این شهرت دارای تاثیرات بلندمدتی در مواجهه با اشخاص ثالث (نظیر بانک‌ها، عرضه‌کنندگان، مشتریان) می‌باشد. این امر سبب اعمال نظارت بیشتر بر مدیران می‌گردد. (۴) معمولاً مدیران شرکت خانوادگی از اعضای خانواده می‌باشد که در صورت تحقق این امر، مسئله نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی میان مالک و مدیر به شدت کاهش می‌یابد.

از آن جایی که مالکان خانوادگی نسبت به سایر سهامداران عمده، بیشتر در عرصه مدیریت اجرایی شرکت فعالیت دارند، دسترسی بهتری به اطلاعات خواهند داشت و بهتر می‌توانند بر مدیریت نظارت کنند. در نتیجه مسائل و مشکلات نمایندگی بین مدیر-مالک کاهش خواهد یافت. از این رو شرکت‌های خانوادگی هزینه‌های بالقوه بیشتری در مقایسه با مزایای افشای به موقع و باکیفیت اطلاعات متحمل می‌شوند و در نتیجه افشای کمتر را ترجیح می‌دهند (ستایش و کاظم نژاد، ۱۳۹۱). در نتیجه‌ی این افشای کمتر، احتمال افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه در بازار بوجد می‌آید (اوهارا، ۲۰۰۳).

### ب) تضاد میان سهامداران اکثریت و اقلیت

به طور کلی در صورت وجود سهامداران اکثریت و اقلیت در ساختار مالکیتی، سهامداران اکثریت تمایل دارند تا به هزینه‌ی سهامداران اقلیت، کسب منفعت کنند (شلفر و ویشنی، ۱۹۸۶). این منافع می‌توانند پولی یا غیر پولی باشند. فاما و جنسن (۱۹۸۳)، دمستز (۱۹۸۳)، اسکولز، لاباتکین، دینو و باچهولز (۲۰۰۱) اظهار کردند که افزایش مالکیت اعضای خانواده ممکن است سبب ایجاد تضاد منافع بین مالکان داخلی کنترل کننده شرکت (مالکان خانوادگی) و سهامداران بیرونی شود. این تضاد منافع می‌تواند در قالب فروش محصولات شرکت با قیمت کمتر به افراد وابسته، استخدام افراد فاقد صلاحیت خانواده در شرکت، افزایش حقوق و مزایای اعضای خانواده و... بروز کند.

در مقابل، سهامداران اقلیت انگیزه دارند تا از طریق قیمت، از سرمایه خود در قبال رفتار فرصت طلبانه اکثریت محافظت کنند (شلفر و ویشنی، ۱۹۸۶). سهامداران اقلیت با کاهش قیمت سهام از خود دفاع می‌کنند و انتشار سهام در آینده را برای شرکت دشوار می‌کنند. از آنجایی که در شرکت‌های خانوادگی سهامداران اقلیت وجود دارند، این امکان وجود دارد که میان مالکان خانوادگی و سهامداران اقلیت این تضاد بوجود آید. در این حالت مالکان خانوادگی برای کاهش تضاد و هزینه‌های نمایندگی، می‌بایست با استفاده از ابزارهای مختلف عدم تقارن اطلاعاتی و مسائل نمایندگی را تقلیل دهند تا از این طریق از افزایش هزینه سرمایه جلوگیری کنند.

### ج) تضاد میان اعتباردهندگان-شرکت

جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) معتقد بودند که مالکان مختلف در شرکت‌های سهامی انگیزه دارند که از طریق سرمایه گذاری در پروژه‌های ریسکی و با بازده بالا، از سرمایه‌ی اعتباردهندگان سواستفاده کنند. در نتیجه، اعتباردهندگان چنین انگیزه‌هایی را پیش بینی کرده و بدلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی سعی می‌کنند که از طریق افزایش نرخ بهره از خود محافظت کنند.

با این حال شرکت‌هایی که مالک عمده داشته و پرتفوی سرمایه گذاری این مالکان متنوع نیست، انگیزه‌های متفاوتی دارند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷). از آن جایی که این مالکان افق سرمایه گذاری بلندمدتی دارند و مرتباً نیاز به تامین مالی از این راه‌ها دارند، سعی در کاهش تضاد نمایندگی میان خود و اعتباردهندگان دارند (اندرسون، مانسی و ریب، ۲۰۰۳). اندرسون و همکاران نشان دادند که هزینه تامین مالی از طریق بدهی برای

شرکت‌های خانوادگی کمتر از شرکت‌های غیرخانوادگی است زیرا که آن‌ها تمایل دارند که مسائل نمایندگی میان خود و اعتباردهندگان را کاهش دهند. این شواهد بر تلاش شرکت‌های خانوادگی برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و مسائل نمایندگی دلالت دارند. از آنجایی که عدم تقارن اطلاعاتی یکی از عوامل عمده موثر بر رتبه بندی اعتباری است (جابن و شاه، ۲۰۱۱)، شرکت‌های خانوادگی برای ارتقای رتبه اعتباری و استقرار ارزان، باید در جهت بهبود وضعیت اطلاع رسانی خود گام بردارند و عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند.

### شرکت‌های خانوادگی، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه

شرکت‌های خانوادگی نوعی از شرکت‌های دارای مالکیت عمده هستند که براساس ساختارشان، انگیزه‌های زیادی برای افزایش ارزش شرکت در بلندمدت دارند. آن‌ها می‌کوشند تا با تقلیل مسائل نمایندگی و هزینه سرمایه، موجبات افزایش ارزش شرکت را فراهم کنند.

گزارش‌های حسابداری از جمله ابزارهایی هستند که حاوی اطلاعات مهمی پیرامون شرکت می‌باشند و شرکت‌ها می‌توانند از طریق افشای باکیفیت تر و بهتر، اطلاعات بیشتری به بازار مخابره کرده و عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه را کاهش دهند.

با توجه به ادبیات موجود، از یک طرف بدلیل درصد بالای مالکیت مالکان خانوادگی و انگیزه و توانایی آن‌ها در اعمال نظارت دقیق تر بر مدیریت، مسائل نمایندگی مربوط به مالک-مدیر، در شرکت‌های خانوادگی کمتر وجود دارد (علی و همکاران، ۲۰۰۷)؛ از این رو شرکت‌های خانوادگی هزینه‌های بالقوه بیشتری در مقایسه با مزایای افشای به موقع و باکیفیت اطلاعات متحمل می‌شوند و در نتیجه افشای کمتر را ترجیح می‌دهند که پیامد آن افزایش در عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه می‌باشد.

از طرف دیگر در رابطه‌ی بین سهامداران اکثریت-اقلیت و شرکت-اعتباردهندگان شاهد مسائل نمایندگی بیشتری خواهیم بود. در نتیجه مالکان خانوادگی برای افزایش ارزش شرکت باید اقدام به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی نمایند. با ایجاد تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های نمایندگی (ناشی از محافظت قیمتی سهامداران اقلیت، و افزایش نرخ بهره از جانب اعتباردهندگان) کاهش می‌یابد و هدف مالکان خانوادگی که همانا افزایش ارزش شرکت در بلندمدت است بهتر محقق می‌شود.

در نتیجه به طور کلی شاهد انگیزه‌های مختلفی از جانب شرکت‌های خانوادگی در ارتباط با عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه خواهیم بود. از این رو بررسی تاثیر خانوادگی یا غیرخانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه، ما را در شناخت بهتر این نوع از شرکت‌ها یاری می‌کند.

### پیشینه پژوهش

نمازی و محمدی (۱۳۸۹) نشان دادند 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 و غیر خانوادگی تفاوت معناداری وجود ندارد. قبدیان، عطاران و فروتن (۲۰۱۲) مدیریت سود را در

شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی بررسی کردند و نشان دادند که بطور متوسط شرکت‌های غیرخانوادگی مدیریت سود بیشتری نسبت به شرکت‌های خانوادگی دارند.

واعظ، عابدی صدقیانی و خواجه‌بویی (۱۳۹۳) به بررسی حق الزحمه حسابرسی و اندازه موسسه حسابرسی در شرکت‌های خانوادگی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌داد که تفاوت معناداری در مبلغ حق الزحمه حسابرس در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی وجود ندارد و بین درصد مالکیت خانوادگی با حق الزحمه حسابرس رابطه معناداری مشاهده نمی‌شود.

اکبری قوروقچی (۱۳۹۰) به بررسی عملکرد و ساختار سرمایه شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. وی نشان داد که شرکت‌های خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی از نظر معیارهای سنتی سودآوری، بازدهی و اقتصادی، عملکرد ضعیف‌تری دارند و از نظر معیارهای بازار از ارزش کمتری برخوردارند، اما از نظر نسبت‌های نقدینگی به طور کلی تفاوت معناداری بین آنها وجود ندارد. نتایج حاصل از مقایسه ساختار سرمایه شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی نیز حاکی از وجود تفاوت معنادار بین دو گروه شرکت‌ها بود.

اسحاقی (۱۳۹۱) به بررسی تاثیر مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی بر محافظه‌کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران پرداخت. نتایج این تحقیق که در آن برای محافظه‌کاری از مدل گیولی و هاین استفاده شده است، بیانگر عدم وجود تفاوت معنادار محافظه‌کاری در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی است. همچنین اسحاقی نشان داد که محافظه‌کاری در شرکت‌های خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی و مدیرعامل غیرخانوادگی نیز دارای تفاوت معنادار نیست.

شرف دوست (۱۳۹۲) هزینه نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین هزینه نمایندگی مبتنی بر نسبت «هزینه‌های عملیاتی به فروش سالانه» و همچنین نسبت «گردش دارایی‌ها» در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی، تفاوت معناداری وجود ندارد. با بررسی رابطه هزینه نمایندگی و درصد مالکیت خانوادگی، نیز مشخص شد که بین هزینه نمایندگی مبتنی بر نسبت «هزینه‌های عملیاتی به فروش سالانه» با میزان مالکیت خانوادگی و همچنین نسبت «گردش دارایی‌ها» با میزان مالکیت خانوادگی، رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

ابی هارا، کوباتا، تاکاهارا و یوکوتا (۲۰۱۴) با بررسی شرکت‌های ژاپنی نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی و میانگین موزون هزینه سرمایه در شرکت‌های خانوادگی بیشتر از شرکت‌های غیرخانوادگی می‌باشد.

علی، چن و راضا کریشنان (۲۰۰۷) با بررسی شرکت‌های S&P500 دریافتند که در شرکت‌های خانوادگی مسائل نمایندگی اندکی میان مدیر-مالک وجود دارد و بیشتر مسائل نمایندگی ناظر بر رابطه سهامداران اکثریت-اقلیت است. آن‌ها همچنین نشان دادند که شرکت‌های خانوادگی افشای مالی بهتری دارند و شکاف میان قیمت پیشنهادی خرید و فروش در این شرکت‌ها کمتر است. اتینگ، فونگ، گادهوم و لانگ (۲۰۰۶) معتقد بودند که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، می‌تواند در جهت منافع مالکان کنترل کننده شرکت باشد. در حالی که قیمت سهام پایین تر از ارزش ذاتی باشد، مالکان کنترل کننده می‌توانند از شرایط عدم تقارن اطلاعاتی برای

کسب منفعت از طریق اطلاعات خصوصی استفاده کنند. آن‌ها با در نظر گرفتن تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی دریافتند که عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های دارای مالکیت عمده بیشتر است.

فن و ونگ (۲۰۰۲) دریافتند که وجود مالکیت خانوادگی سبب تضعیف محتوای اطلاعاتی سود اعلامی می‌شود. مطابق با پژوهش ناوارو و گومز انسون (۲۰۰۷)، عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های خانوادگی، میان مالکان خانوادگی و سهامداران اقلیت بروز می‌کند، نه میان مالک و مدیر. هو و وانگ (۲۰۰۱) بیان کردند که بین درصد اعضای خانواده در هیئت مدیره و افشا رابطه منفی وجود دارد. هوتون (۲۰۰۷) نشان داد که مسائل نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی کمتر است و شرکت‌های خانوادگی افشای باکیفیت تری دارند. تنگ (۲۰۰۸) نشان داد که شرکت‌های خانوادگی بدلیل افق سرمایه گذاری بلندمدت، توجه به شهرت و اعتبار شرکت، و نظارت بیشتر مالکان، گزارشگری مالی باکیفیت تری دارند، اقلام تعهدی اختیاری کمتری گزارش کرده و سودهای ناگهانی کمتری گزارش می‌کنند.

نایب زاده و سالاری (۱۳۹۳) به بررسی بررسی رابطه استراتژی و ساختار سازمانی با عملکرد شرکت‌های خانوادگی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از این بود که هر چه فرهنگ سازمانی افزایش یابد، ساختار سازمانی ضعیف تر، و هر چه میزان تجربه بهبود یابد استراتژی و به دنبال آن سطح عملکرد سازمان نیز افزایش می‌یابد.

### ۳- فرضیات پژوهش

مطابق موارد ذکر شده در ادبیات پژوهش، اعتباردهندگان در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی سعی می‌کنند که با افزایش نرخ بهره از سرمایه‌ی خود در مقابل سرمایه گذاری‌های پرریسک شرکت محافظت کنند. از طرفی سهامداران اقلیت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، برای حفاظت از سرمایه خود در مقابل رفتار فرصت طلبانه اکثریت، با استفاده از مکانیسم قیمت هزینه سرمایه بیشتری را بر شرکت تحمیل می‌کنند. محافظت قیمتی سهامداران اقلیت و افزایش نرخ بهره از جانب اعتباردهندگان از جمله هزینه‌های نمایندگی می‌باشند. در چنین شرایطی انتظار می‌رود که شرکت‌های خانوادگی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه، از کاهش ارزش شرکت جلوگیری نمایند.

از طرف دیگر، از آن جایی که مالکان خانوادگی نسبت به سایر سهامداران عمده، بیشتر در عرصه مدیریت اجرایی شرکت فعالیت دارند، دسترسی بهتری به اطلاعات خواهند داشت و بهتر می‌توانند بر مدیریت نظارت کنند. در نتیجه مسائل و مشکلات نمایندگی بین مدیر-مالک کاهش خواهد یافت. از این رو شرکت‌های خانوادگی هزینه‌های بالقوه بیشتری در مقایسه با مزایای افشای به موقع و باکیفیت اطلاعات متحمل می‌شوند و در نتیجه افشای کمتر را ترجیح می‌دهند (ستایش و کاظم نژاد، ۱۳۹۱). در نتیجه‌ی این افشای کمتر، احتمال افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش هزینه سرمایه در بازار بوجود می‌آید.

از آنجاییکه در ادبیات موجود، نظرات متضادی در خصوص تاثیر خانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه وجود دارد، جهت رابطه مشخص نیست؛ در نتیجه برای بررسی تاثیر عامل خانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی، فرضیات زیر برای این پژوهش مطرح است:

**فرضیه اول:** بین عدم تقارن اطلاعاتی و مالکیت خانوادگی رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین میانگین موزون هزینه سرمایه و مالکیت خانوادگی رابطه معناداری وجود دارد.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی بوده و در حوزه تحقیقات توصیفی و همبستگی قرار می‌گیرد. به منظور بررسی فرضیه اول این تحقیق، از مدل شماره (۱) و برای بررسی فرضیه دوم از مدل شماره (۲) که برگرفته از پژوهش ابی‌هارا و همکاران (۲۰۱۴) می‌باشند، استفاده می‌شود:

مدل شماره (۱)

$$\text{SPREAD}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{FAMILY}_{it} + \beta_2 \ln \text{MV}_{it} + \beta_3 \text{B/M}_{it} + \beta_4 \text{DR}_{it} + \beta_5 \text{ROE}_{it} + \beta_6 \text{CFVOL}_{it} + \beta_7 \text{HVOL}_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل شماره (۲)

$$\text{WACC}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{FAMILY}_{it} + \beta_2 \ln \text{MV}_{it} + \beta_3 \text{B/M}_{it} + \beta_4 \text{DR}_{it} + \beta_5 \text{ROE}_{it} + \beta_6 \text{CFVOL}_{it} + \beta_7 \text{HVOL}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای این دو مدل عبارتند از:

SPREAD: متوسط دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

WACC: میانگین موزون هزینه سرمایه

FAMILY: مقدار این متغیر برای شرکت‌های خانوادگی عدد یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

ln MV: لگاریتم طبیعی ارزش بازار

B/M: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار

DR: نسبت ارزش دفتری بدهی به کل دارایی‌ها

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام

CFVOL: نوسان پذیری نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها

HVOL: نوسان پذیری بازده سهام

در معادلات (۱) و (۲)، به ترتیب SPREAD و WACC به عنوان متغیر وابسته، و FAMILY به عنوان متغیر مستقل مطرح می‌باشند. ln MV، B/M، DR، ROE، CFVOL و HVOL نیز متغیرهای کنترلی هستند.



### سنجش متغیرهای تحقیق

برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی، از مدل ونکتاش و چیانگ (۱۹۸۶) استفاده می‌شود که در آن برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی از تفاوت دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده می‌گردد:

$$SPREAD_{it} = \frac{(AP_{it} - BP_{it})}{(AP_{it} + BP_{it}) \div 2}$$

AP: میانگین بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t

BP: میانگین بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t

میانگین موزون هزینه سرمایه نیز از رابطه زیر حاصل می‌شود:

$$WACC_{it} = \left(\frac{E}{V}\right) \times RE + \left(\frac{D}{V}\right) \times RD \times (1-T)$$

RE: هزینه حقوق صاحبان سهام با استفاده از مدل CAPM

Rd: هزینه بدهی

T: نرخ مالیات

E: ارزش بازار سهام شرکت

D: ارزش بدهی‌ها

V: مجموع ارزش سهام شرکت و ارزش بدهی‌ها

با توجه به تحقیقات صورت گرفته در ایران، شرکت‌های خانوادگی مورد استفاده در این تحقیق، شرکت‌هایی می‌باشند که دارای حداقل یکی از ویژگی‌های زیر هستند:

- ۱) نمازی و محمدی (۱۳۸۹) با توجه به استاندارد حسابداری شماره ۲۰ (استاندارد سرمایه گذاری‌ها)، شرکت‌های خانوادگی را شرکتی در نظر گرفتند که حداقل ۲۰ درصد از سهام آن به صورت فردی یا گروهی در دست اعضای خانواده باشد. در استاندارد فوق اشاره شده است که زمانی سهامداران می‌توانند روی عملکرد شرکت تاثیر بگذارند که حداقل دارای نفوذ موثر باشند و شرط نفوذ موثر نیز داشتن حداقل ۲۰ درصد سهام شرکت سرمایه پذیر می‌باشد.
- ۲) دارای حداقل یک عضو هیات‌مدیره از طرف خانواده در شرکت باشد (ویلا لونگا و آمیت، ۲۰۰۶).

دامنه این تحقیق محدود به شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دوره زمانی تحقیق بین سال‌های ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۲ و مکان تحقیق بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

جامعه آماری شامل شرکت‌هایی است که در دوره زمانی موردنظر، نماد آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران معامله می‌شود. نمونه آماری نیز شامل ۳۴ شرکت خانوادگی و ۶۹ شرکت غیرخانوادگی می‌باشد.

داده‌های مورد نیاز تحقیق از نرم افزارهای رهاورد نوین و سامانه کدال جمع آوری شده که با استفاده از نرم‌افزار Eviews تجزیه و تحلیل شده‌اند.

## جدول شماره ۱

نحوه سنجش	نماد متغیرهای کنترلی	ارتباط مورد انتظار با متغیر وابسته
لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت	ln MV	معکوس
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	B/M	?
نسبت ارزش دفتری بدهی به کل دارایی‌ها	DR	مستقیم
بازده سرمایه	ROE	معکوس
انحراف معیار نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها طی ۵ سال	CFVOL	مستقیم
انحراف معیار بازده سه ماهه سهام برای ۵ سال	HVOL	مستقیم

منبع: ابی‌هارا و همکاران (۲۰۱۴)

## ۵- یافته‌های پژوهش

## آمار توصیفی

اطلاعات مربوط به آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول زیر ارائه شده است. میانگین دامنه قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام ۰,۳۳ و میانگین مربوط به هزینه سرمایه ۰,۳۰ حاصل شده است.

## جدول شماره ۲

متغیر	میانگین	میان	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
SPREAD	۰,۳۳	۰,۳۱	۰,۲۲	۰,۹۹	۵,۱۹
WACC	۰,۳۰	۰,۱۶	۰,۵۱	۶,۹۸	۷۵,۰۹
FAMILY	۰,۳۴	۰,۰۰	۰,۴۷	۰,۶۸	۱,۴۷
Ln MV	۲۶,۶۱	۲۶,۶۲	۱,۵۳	۰,۳۴	۳,۳۳
B/M	۰,۶۸	۰,۵۸	۰,۵۶	۰,۲۸	۱۲,۲۶
DR	۰,۶۲	۰,۶۱	۰,۲۳	۳,۷۱	۴۴,۹۸
ROE	۳۳,۹۲	۳۰,۷۹	۳۰,۴۷	۱,۵۰	۱۸,۳۰
CFVOL	۰,۱۰	۰,۰۸	۰,۰۸	۴,۱۱	۲۹,۶۱
HVOL	۴,۷۹	۴,۷۳	۰,۹۲	۰,۴۵	۳,۶۰

## آمار استنباطی

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل مدل شماره (۱) در جدول شماره سه ارائه شده است. با عنایت به نتایج حاصله از آزمون F لیمر وهاسمن، برای تجزیه و تحلیل مدل (۱) از مدل اثرات ثابت استفاده گردیده است. ضریب تعیین مدل ۰,۰۷۸ بدست آمده که حاکی از این است که حدوداً ۸ درصد از تغییرات متغیر

وابسته، توسط متغیرهای مدل تعریف می‌شوند. آماره دوربین واتسون نیز ۱,۹ حاصل شده که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی می‌باشد.

جدول شماره ۳- نتایج حاصل از برازش مدل شماره یک

SPREADit = $\alpha + \beta 1$ FAMILYit + $\beta 2$ ln MVit + $\beta 3$ B/Mit + $\beta 4$ DRit + $\beta 5$ ROEit + $\beta 6$ CFVOLit + $\beta 7$ HVOLit + $\epsilon$ it				
نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰,۲۳۵	۰,۱۷۷	۱,۳۲۹	۰,۱۸۴
FAMILY	۰,۰۱۱	۰,۰۱۷	۰,۶۶۸	۰,۵۰۴
Ln MV	-۰,۰۰۲	۰,۰۰۶	-۰,۳۹۹	۰,۶۹۰
B/M	۰,۰۲۵	۰,۰۱۵	۱,۶۵۹	۰,۰۹۸
DR	۰,۱۰۵	۰,۰۳۳	۳,۱۷۸	۰,۰۰۲
ROE	-۰,۰۰۱	۰,۰۰۰	-۳,۳۳۴	۰,۰۰۱
CFVOL	۰,۳۰۵	۰,۰۸۹	۳,۴۳۴	۰,۰۰۱
HVOL	۰,۰۱۵	۰,۰۰۸	۱,۹۲۷	۰,۰۵۴

ضریب تعیین	۰,۰۷۸	آماره	سطح معناداری
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۰۶۳	نتایج آزمون F لیمر	
آماره F	۵,۱۶۰	۲,۶۴۹۴	۰,۰۰۷۱
سطح معنی داری	۰,۰۰۰	نتایج آزمون هاسمن	
آماره دوربین واتسون	۱,۹	۴۱,۱۰۱۹	۰,۰۲۸۵

ضریب متغیر خانوادگی یا غیر خانوادگی بودن شرکت ۰,۰۱۱، خطای استاندارد این متغیر ۰,۰۱۷ و مقدار آماره t آن نیز ۰,۶۶۸ حاصل شده که در سطح اطمینان ۹۵ درصدی، معنادار نمی‌باشد. در نتیجه می‌توان ادعا نمود که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه این تحقیق مبنی بر تاثیرگذاری عامل خانوادگی یا غیر خانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی تایید نمی‌شود.

همچنین علیرغم اینکه رابطه میان متغیرهای اندازه شرکت و انحراف معیار بازده سهم با متغیر وابسته با انتظارات قبلی ما مطابقت دارند، اما در سطح اطمینان ۹۵ درصدی معنادار نمی‌باشد. رابطه متغیرهای نسب بدهی به دارایی‌ها، بازده سرمایه، و انحراف معیار نسبت جزیان نقد عملیاتی به دارایی‌ها با متغیر وابسته نیز، مطابق انتظار قبلی و معنادار است.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل مدل شماره (۲) در جدول شماره چهار ارائه شده است. با توجه به نتایج حاصله از آزمون F لیمر وهاسمن، برای تجزیه و تحلیل مدل (۲) نیز از مدل اثرات ثابت استفاده گردیده است. ضریب تعیین مدل ۰,۳۱۲ بدست آمده که حاکی از این است که حدود ۳۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مدل تعریف می‌شوند. آماره دوربین واتسون نیز ۱,۸ حاصل شده که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی می‌باشد.

جدول شماره ۴- نتایج حاصل از برازش مدل شماره (۲)

WACCit = $\alpha + \beta_1 \text{ FAMILYit} + \beta_2 \ln \text{ MVit} + \beta_3 \text{ B/Mit} + \beta_4 \text{ DRit} + \beta_5 \text{ ROEit} + \beta_6 \text{ CFVOLit} + \beta_7 \text{ HVOLit} + \varepsilon \text{it}$				
نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۰,۰۹۳	۰,۳۶۱	-۰,۲۵۸	۰,۷۹۶
FAMILY	-۰,۰۰۴	۰,۰۳۵	-۰,۱۱۰	۰,۹۱۳
Ln MV	۰,۰۰۹	۰,۰۱۲	۰,۷۳۴	۰,۴۶۳
B/M	-۰,۰۸۳	۰,۰۳۱	-۲,۶۵۳	۰,۰۰۸
DR	-۰,۲۳۰	۰,۰۶۸	-۳,۳۹۴	۰,۰۰۱
ROE	۰,۰۰۰	۰,۰۰۱	-۰,۲۳۳	۰,۸۱۶
CFVOL	۰,۰۳۷	۰,۱۸۱	۰,۲۰۲	۰,۸۴۰
HVOL	۰,۰۷۴	۰,۰۱۶	۴,۶۳۷	۰,۰۰۰

ضریب تعیین	۰,۳۱۲	آماره	سطح معناداری
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۳۰۰	نتایج آزمون F لیمر	
آماره F	۲۷,۳۴۲	۳۳,۳۶۸۲	۰,۰۰۰۰
سطح معنی داری	۰,۰۰۰	نتایج آزمون هاسمن	
آماره دوربین واتسون	۱,۸	۲۶۶,۹۴۴۱	۰,۰۰۰۰

ضریب متغیر خانوادگی یا غیر خانوادگی بودن شرکت ۰,۰۰۴-، خطای استاندارد این متغیر ۰,۰۳۵ و مقدار آماره t آن نیز ۰,۱۱۰- حاصل شده که در سطح اطمینان ۹۵ درصدی، معنادار نمی‌باشد. در نتیجه می‌توان ادعا نمود که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه دوم این تحقیق مبنی بر تاثیرگذاری عامل خانوادگی یا غیرخانوادگی بودن شرکت بر عدم میانگین موزون هزینه سرمایه تایید نمی‌شود. رابطه متغیرهای اندازه شرکت، بازده سرمایه، و انحراف معیار نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی‌ها با متغیر وابسته در سطح اطمینان ۹۵ درصدی معنادار نمی‌باشد. ارتباط متغیر انحراف معیار بازده سهم با متغیر وابسته نیز مطابق انتظار و معنادار است.

### تجزیه و تحلیل بیشتر

نتایج حاصله از تجزیه و تحلیل مدل رگرسیونی حاکی از عدم وجود ارتباط معنادار میان خانوادگی یا غیرخانوادگی بودن شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی و میانگین موزون هزینه سرمایه می‌باشد. با این حال برای تحلیل بیشتر موضوع تحقیق، از آزمون تساوی میانگین‌ها برای مقایسه میانگین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی استفاده شده است.

در جداول ۵ و ۶ از آزمون لوین برای فرض برابری یا عدم برابری واریانس‌ها استفاده شده است. از آنجایی که سطح معناداری در جداول فوق بیش از ۵ درصد است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصدی امکان رد فرضیه صفر مبنی بر برابری میانگین‌ها در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی وجود ندارد. در نتیجه همانند نتایج حاصله از تجزیه و تحلیل مدل رگرسیونی، می‌توان ادعا نمود که در سطح اطمینان ۹۵ درصدی میانگین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه، در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی یکسان است.

جدول شماره ۵

آزمون مقایسه میانگین‌ها					
نتایج آزمون t		نتایج آزمون لوین			
سطح معناداری	آماره t	سطح معناداری	آماره F		
۰,۰۸۱	-۱,۷۴۸	۰,۰۱۰	۶,۷۲۳	با فرض عدم برابری واریانس	عدم تقارن اطلاعاتی

جدول شماره ۶

آزمون مقایسه میانگین‌ها					
نتایج آزمون t		نتایج آزمون لوین			
سطح معناداری	آماره t	سطح معناداری	آماره F		
۰,۲۴۸	۱,۱۵۵	۰,۱۵۹	۱,۹۸۵	با فرض برابری واریانس	میانگین موزون هزینه سرمایه

### ۶- نتیجه‌گیری و بحث

با عنایت به نتایج حاصله عامل خانوادگی و غیرخانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و میانگین موزون هزینه سرمایه تاثیر معناداری ندارد. مطابق با ادبیات موجود انتظار می‌رود که شرکت‌های خانوادگی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه، زمینه افزایش ارزش شرکت را فراهم کنند؛ و یا از طریق

افزایش عدم تقارن اطلاعاتی از مزایای اطلاعات خود کسب منفعت کنند که البته افزایش هزینه سرمایه شرکت پیامد افزایش عدم تقارن اطلاعاتی خواهد بود. با این وجود براساس نتایج حاصله از این تحقیق، هیچ کدام از این دو رویکرد در شرکت‌های خانوادگی ایرانی یافت نمی‌شود.

همانند نتایج تحقیق مهرانی و پروایی (۱۳۹۳) مبنی بر عدم تاثیر عامل خانوادگی یا غیرخانوادگی بودن شرکت بر کیفیت افشا، نتایج تحقیق حاضر نیز دلالت بر عدم تاثیر عامل خانوادگی یا غیرخانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و میانگین موزون هزینه سرمایه دارد. همچنین نتایج تحقیق حاضر مغایر با نتایج پژوهش ایه‌هارا و همکاران (۲۰۱۴) در ژاپن می‌باشد. آن‌ها نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی و میانگین موزون هزینه سرمایه در شرکت‌های خانوادگی کمتر است؛ که این امر به سبب تمایل زیاد مالکان این شرکت‌ها به کاهش هزینه‌ها و افزایش ارزش شرکت می‌باشد.

یکی از محدودیت‌های عمده ای که در تحقیقات حوزه شرکت‌های خانوادگی وجود دارد، بحث تعریف شرکت‌های خانوادگی می‌باشد. این که چه شرکت‌هایی خانوادگی محسوب می‌شوند موضوعی است که تاکنون میان محققان در مورد آن اجماعی وجود ندارد. از این رو در مقایسه تحقیقات این حوزه با همدیگر باید جانب احتیاط را رعایت کرد.

پیشنهادات زیر برای تحقیقات آتی ارائه می‌گردد؛

- ✓ در انجام این پژوهش برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی از معیار شکاف میان بهترین قیمت عرضه و بهترین قیمت تقاضا استفاده شده است. پیشنهاد می‌شود که محققان، از سایر معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی برای یافتن تاثیر خانوادگی یا غیرخانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی، استفاده کنند.
- ✓ به دلیل شرایط خاص راهبری شرکت‌های خانوادگی پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس با ایجاد شرایط مناسب، زمینه افشای اطلاعات پیرامون خانوادگی بودن شرکت و جزییات مربوط به درصد مالکیت خانواده و مناصب اجرایی اعضای خانواده در شرکت را فراهم کند.
- ✓ همچنین به سبب اهمیت موضوع عدم تقارن اطلاعاتی در بازارها، پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس با الگوبرداری از سایر بازارهای توسعه یافته، شاخص‌های جامعی برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها طراحی کرده و به صورت دوره ای به بازار گزارش نماید.

### فهرست منابع

- \* اسحاقی، احمد. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی بر محافظه‌کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز.
- \* اکبری قوروقچی، جلال. (۱۳۹۰). بررسی عملکرد و ساختار سرمایه شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز.

- \* رضازاده، جواد؛ آزاد، عبدالله. (۱۳۸۷). رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. شماره ۵۴، ۸۰-۶۳
- \* ستایش، محمدحسین؛ کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۹۱). شناسایی و تبیین عوامل مؤثر بر کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۴ شماره ۱، ۴۹-۷۹
- \* شرف دوست، فاطمه. (۱۳۹۲). مالکیت خانوادگی، غیرخانوادگی، و هزینه نمایندگی. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه پیام نور استان مازندران.
- \* قائمی، محمدحسین؛ وطن پرست، محمدرضا. (۱۳۸۴). بررسی نقش اطلاعاتی حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۱، ۱۰۳-۸۵
- \* مقیمی، سیدمحمد؛ نادر، سیدامیری. (۱۳۸۹). عوامل مؤثر بر رشد و توسعه شرکت‌های خانوادگی استان تهران: پژوهشی در دو صنعت نساجی و نفت. فصلنامه علوم مدیریت ایران. شماره ۱۸، ص ۷۷
- \* مهرانی، کاوه؛ پروایی، اکبر. (۱۳۹۳). کیفیت افشا در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴، صص ۵۴۰-۵۲۷.
- \* نایب زاده، شهناز؛ سالاری، محمد. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین تناسب استراتژی و ساختار سازمانی با عملکرد در شرکت‌های خانوادگی (مطالعه موردی شرکت‌های خانوادگی مستقر در شهرک‌های صنعتی استان یزد). دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. دوره ۳، شماره ۱۰. صص ۱۲-۱.
- \* نصیری اقدم، علی؛ امیدوار، علی رضا. (۱۳۹۱). اهمیت و کاربرد حاکمیت شرکتی در شرکت‌های خانوادگی. مجله تدبیر، شماره ۲۴۷، ۴۲-۳۶
- \* نمازی، محمد؛ محمدی، محمد. (۱۳۸۹). بررسی کیفیت سود و بازده شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری، شماره ۵۹، ۱۹۴-۱۵۹
- \* واعظ، سیدعلی؛ عابدی صدقیانی، بابک؛ خواجهی، وحید. (۱۳۹۳). بررسی حق الزحمه حسابرسی و اندازه موسسه حسابرسی در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته شده در بورس تهران. فصلنامه دانش حسابرسی، شماره ۵۴، ۱۲۷-۱۰۳

- \* Ali, A, Chen, T., and Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. Journal of Accounting and Economics, 44. 238-286.
- \* Anderson W, Mansi S, Reeb D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. Journal of Financial Economics. 68 pp 263-285.
- \* Attig N, Fong W, Gadhoun Y, Lang LHP (2006). Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity. J. Bank. Finan., 30: 2875-2892.
- \* Cheng, Q. (2014). Family firm research – A review. China Journal of Accounting Research. DOI: 10.1016/j.cjar.2014.03.002
- \* Chrisman J, Chua J, Litz R. 2004. Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence. Entrepreneurship Theory and Practice, Volume 28, Issue 4, pages 335-354
- \* Demsetz H (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. J. Law Econ., 25: 375-390.

- \* Easley, D., and M. O'Hara, 2004, "Information and the Cost of Capital",
- \* Ebihara T, Kubota K, Takehara H, Yokota E. (2014). Market liquidity, private information, and the cost of capital: Marketmicrostructure studies on family firms in Japan. *Japan and the World Economy* 32, 1–13
- \* Fama EF, Jensen M (1983). Separation of Ownership and Control. *J.Law Econ.*, 26:301-325.
- \* Fan J, Wong T (2002). Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *J. Account.Econ.*, 33: 401–425.
- \* Ghabdian, B., Attaran, N. & Froutan, O. (2012). Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Iran. *International Journal of Business and Management*, 7(15), 88-97.
- \* Ho, S., & Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10, 139-156.
- \* Hutton, A. P. (2007). A discussion of "Corporate disclosure by family firms." *Journal of Accounting and Economics*, 44, 287-297.
- \* Jabeen. M , Shah. A.(2011). A review on family ownership and information asymmetry. *African Journal of Business Management* Vol. 3(35), pp. 13550-13558
- \* James, H., 1999. Owner as manager, extended horizons and the family firm. *Int. J. Econ. Bus.* 6, 41–56.
- \* Jensen, M., Meckling, W., 1976. The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3,305–360.*Journal of Finance* 59: 1553-1583.
- \* Lafond,R, Watts,R (2008) The Information Role of Conservatism. *The Accounting Review*: March 2008, Vol. 83, No. 2, pp. 447-478.
- \* Navarro MS, Gómez-Ansón S (2007). Family Ownership and Pyramids in the Spanish Market. *Fam. Bus. Rev.*, 20: 247-265.
- \* O'Hara, M., 2003. Liquidity and price discovery. *J. Finance* 58, 1335–1354.
- \* Schulze WS, Lubatkin MH, Dino RN, Buchholtz AK (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organ. Sci.*, 12(2): 99-116.
- \* Scott , W. (2012). *Financial Accounting Theory*. Canada: pearson.
- \* Shleifer, A., Vishny, R., 1986. Large shareholders and corporate control. *J. Polit. Econ.* 94, 461–488.
- \* Shleifer, A., Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737–783.
- \* Stein, J., 1989. Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior. *Quart. J. Econ.* 103, 655–669.
- \* Tong, Y. H. (2008). Financial reporting practices of family firms. *Advances in Accounting*, 23, 231-261.
- \* Venkatesh, P. C., and R. Chiang, 1986, "Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements", *The Journal of Finance* 41, 5: 1089-1102.
- \* Villalonga, B & Amit,R (2006).How do family ownership,control and management affect firm value?.*journal of financial economics*,80