

رابطه ساختار مالکیت شرکت و محدودیت در تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

داوود خدادادی^۱

سید احمد ارمان^{۲*}

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۸/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۳۹۹/۰۸/۱۲

چکیده

ساختار مالکیت شرکت به عنوان یکی از مکانیزم‌های اصلی حاکمیت شرکتی برای کنترل مدیران و کاهش تضاد نمایندگی می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد. رابطه بین ساختار مالکیت با سایر متغیرها همواره از جمله موضوعات مطرح در حوزه ادبیات مالی بوده است. هدف این تحقیق بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این تحقیق از نظر هدف جزو تحقیقات کاربردی و از نظر روش شناسی در طبقه تحقیقات پس‌رویدادی قرار دارد. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، تعداد نمونه این پژوهش ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۵ انتخاب و با استفاده از تحلیل رگرسیون و آزمون همبستگی و نیز استفاده از داده‌های ترکیبی فرضیات تحقیق مورد آزمون آماری قرار گرفت. یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که نسبت مالکیت دولتی و نسبت مالکیت شرکتی با محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی‌دار منفی و نسبت مالکیت انفرادی و درصد تمرکز مالکیت با محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی‌دار مثبتی دارند. همچنین نسبت مالکیت خصوصی با محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی‌داری ندارد.

واژگان کلیدی

ساختار مالکیت، محدودیت در تأمین مالی، معیار **kz**

^۱ استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس، بندرعباس، ایران.

^۲ دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس، بندرعباس، ایران.

مقدمه

در دنیای تجارت امروزی، استفاده از منابع داخلی شرکت‌ها برای تامین نیازهای مالی آنان کافی نیست. رشد و گسترش چشمگیر شرکت‌ها و همچنین نیاز جامعه به انجام سرمایه‌گذاری‌های بیشتر ضرورت استفاده از سایر منابع تامین مالی را آشکار می‌سازد و استفاده از ابزارهایی نظیر ایجاد بدهی و انتشار سهام در دستور کار شرکت‌ها قرار می‌گیرد. هر کدام از شیوه‌های تامین مالی به همراه در نظر گرفتن آثار ناشی از میزان تمرکز مالکیت و اندازه شرکت‌ها مسائل خاصی در حاکمیت شرکتی در دنیا به همراه داشته است (رهنمای رودپشتی و اصلانی، ۱۳۸۷).

اداره و کنترل شرکت‌ها با مسائلی از قبیل وجود سهامداران عمده و اعمال نفوذ آنان در اتخاذ تصمیمات مربوط به نحوه اداره و نیز با چگونگی تامین مالی این شرکت‌ها سروکار دارد؛ بنابراین، اینکه ترکیب سهامداران به چه صورتی است و چه کسی کنترل شرکت را در اختیار دارد بر مسئله تامین مالی شرکت تاثیر قابل توجهی دارد. به عنوان نمونه زمانی که یک بانک یا موسسه اعتباری به عنوان سهامدار عمده یک شرکت مفروض باشد، آنها تمایل زیادی به اعطای وام و تسهیلات با شرایط آسان خواهند داشت و در نتیجه شرکت مورد نظر از نظر تامین مالی با محدودیت کمتری مواجه است (هان و لی، ۲۰۰۹). از طرفی دیگر، میزان تمرکز مالکیت در کشورهای مختلف دنیا بر نحوه تامین مالی شرکت‌ها نیز موثر است. درجه تمرکز مالکیت در یک شرکت، توزیع قدرت بین سهامداران و مدیران شرکت را معین می‌سازد. سزار و سالدانا (۲۰۰۱) نشان دادند که بین تمرکز مالکیت و تامین مالی از طریق بدهی همبستگی مستقیم و معنی داری وجود دارد. این بدان معنی است که سهامداران دارای قدرت کنترل از طریق استفاده از بدهی به عنوان منبع تامین مالی کنترل خود را بر شرکت حفظ می‌کنند. به طور کلی وقتی مالکیت به صورت پراکنده است، سهامداران کوچک علاقه چندانی به نظارت بر فعالیت‌های شرکت ندارند و از نظر آنان تامین مالی از طریق منابع مختلف تفاوتی ندارد (کومار، ۲۰۰۴).

با عنایت به این توضیحات، سوال اصلی این تحقیق آن است که آیا بین ساختار مالکیت و محدودیت در تامین مالی رابطه معناداری وجود دارد؟ به بیان دیگر، آیا این موضوع که ترکیب مالکیت شرکت به چه صورتی است و میزان درجه تمرکز مالکیت بر محدودیت شرکت در تامین مالی تاثیر معناداری داری یا خیر؟

تامین مالی یکی از مسائل و مشکلات بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در ایران بازار مالی سازمان یافته‌ای برای این مهم وجود ندارد و محدودیت در تأمین مالی بر سودآوری و رشد شرکت‌ها تاثیر بسیار زیادی دارد و از طرف دیگر، عدم رشد شرکت‌ها به معنی کاهش سرعت رشد و توسعه اقتصادی است، انجام این تحقیق هم در سطح خرد و هم از دیدگاه کلان اهمیت قابل توجهی دارد؛ چرا که به یکی از مهمترین مسائل حال حاضر شرکت‌ها؛ یعنی تامین مالی می‌پردازد. با دستیابی به جواب سؤال این تحقیق، می‌توان به منظور بهبود وضعیت شرکت و رشد اقتصادی کشور، اقدامات مناسب تری را به عمل آورد و شرکت‌ها را به انتخاب تصمیم‌های مطلوب تر هدایت کرد. در تحقیقات گذشته به بررسی تاثیر سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی نظیر ساختار هیات مدیره بر شیوه‌های انتخاب منابع تامین مالی و محدودیت در تامین مالی شرکت‌ها (مهدودی و رضایی، ۱۳۹۴) پرداخته شده است، لذا بررسی تاثیر ساختار مالکیت به عنوان یکی دیگر از مولفه‌های حاکمیت شرکتی دارای اهمیت است. همچنین این پژوهش از این نظر که به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به عنوان مهمترین تامین‌کنندگان منابع مالی شرکت‌ها در ایران کمک خواهد کرد که آیا در خصوص اعطای اعتبار به شرکت‌ها به ساختار مالکیت آنها باید توجه داشته باشند یا خیر دارای اهمیت است.

ادبیات تجربی پژوهش

مهدوی و رضایی (۱۳۹۴) در مقاله‌ای به بررسی اثرهای ساختار هیئت مدیره بر محدودیت در تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. هدف این مقاله بررسی اثرهای ساختار هیئت مدیره بر محدودیت در تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. آنها در این تحقیق به این نتیجه دست یافتند که پس از رخداد بحرانهای مالی اخیر در سراسر دنیا، مسئله تأمین مالی شرکت‌ها به یکی از اصلی‌ترین موضوعات پژوهش‌ها درآمده است. بنابراین، این تحقیق نیز برای اثبات یا رد رابطه معنادار بین ساختار هیئت مدیره شرکت‌ها و محدودیت تأمین مالی آنها، شواهدی را فراهم آورد. در همین راستا، این پژوهش با استفاده از داده‌های ۵۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱، به دنبال یافتن پاسخ این سؤال برآمد که آیا ساختار هیئت مدیره شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، بر محدودیت تأمین مالی آنها تأثیر دارد؟

از تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات جمع‌آوری شده، مشخص شد به طور کلی بین ویژگی‌های هیئت مدیره (شامل استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، یکسانی مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره، تغییر در اعضای هیئت مدیره و مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره) و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد. شاید یکی از دلایلی که موجب نبود رابطه معنادار بین محدودیت در تأمین مالی و ویژگی‌های هیئت مدیره شده است، بی‌توجهی تأمین‌کنندگان عمده منابع مالی (به ویژه بانکهای دولتی)، به اطلاعات شرکت‌ها درباره ساختار هیئت مدیره و تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی شرکت‌ها باشد. ممکن است دلیل این امر از نبود قوانین دقیق درباره افشای این گونه اطلاعات از سوی شرکت‌ها ناشی شود. همچنین، با توجه به اینکه در بورس اوراق بهادار تهران، میزان تمرکز مالکیت زیاد است، تأمین‌کنندگان برون سازمانی منابع مالی توجه چندانی به ویژگی‌های هیئت مدیره نمی‌کنند. دلیل آن را نیز می‌توان این گونه توجیه کرد که در چنین شرکت‌هایی بیشتر اعضای هیئت مدیره از سهامداران عمده آن شرکت هستند؛ بنابراین با توجه به اینکه خود اعضای هیئت مدیره در منافع شرکت سهیم‌اند، تأمین‌کنندگان منابع مالی توجه چندانی به ویژگی‌های هیئت مدیره نمی‌کنند. نتایج پژوهش در خصوص متغیرهای کنترلی نشان داد به طور کلی بین اندازه شرکت با محدودیت در تأمین مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی معناداری وجود دارد.

بر اساس نتایج این پژوهش که حاکی از رابطه مثبت بین متغیر عمر شرکت‌ها و محدودیت در تأمین مالی آنها است و با توجه به اینکه منابع مالی کافی برای ادامه فعالیت شرکت‌ها مسئله‌ای حیاتی است، به مسئولان اقتصادی کشور پیشنهاد می‌شود در خصوص تأمین مالی شرکت‌هایی با قدمت طولانی‌تر، توجه بیشتری کنند. از آنجاکه قوانین دقیقی در خصوص افشای اطلاعات اعضای هیئت مدیره وجود ندارد و این موضوع در پژوهش حاضر بررسی نشده است، به نهادهای تدوین‌کننده قوانین مالی پیشنهاد می‌شود قوانین دقیقی درباره ارائه این گونه اطلاعات وضع کنند.

کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی رابطه محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریانهای نقدی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که در شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی بالاتری برخوردار است هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بر جریان نقدی داخلی تأکید بالایی میکند این یافته نشان می‌دهد که شرکت‌ها با محدودیت‌های مالی نسبت به شرکت‌ها بدون محدودیت مالی (بر اساس معیارهای تفکیکی اندازه شرکت عمر شرکت نسبت سود تقسیمی گروه تجاری اهرم مالی و ساختار مالکیت) دارای هزینه‌های بالاتر تأمین مالی خارجی و دسترسی محدودتر به

تأمین مالی خارجی هستند در متون ادبیات جاری علت وجود اختلاف بین هزینه‌های تأمین مالی داخلی و خارجی به مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی نسبت داده شده است همچنین این پژوهش نشان می‌دهد که در استفاده از معیارهای سطح نگهداری وجه نقد و مدل وجه نقد مطلوب برای شناسایی شرکت‌ها با محدودیت‌های مالی و بدون محدودیت مالی باید جانب احتیاط را رعایت کرد.

کنعانی (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان "بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و بازده سهام در بازار سرمایه ایران" به نتایج زیر دست یافتند. محدودیت‌های مالی در شرکت، رابطه معنادار با بازده سهام آن‌ها دارد، یعنی ممکن است یکی از عوامل موثر در بازده سهام در بازار سرمایه ایران، موضوع محدودیت‌های مالی شرکت‌ها در سال عملکرد آن‌ها باشد؛ به عبارت دیگر اگر شرکتی در یک سال مالی خود دارای شاخص KZ پایین، یعنی دارای مانده وجه نقد پایین، سود تقسیمی پایین، اهرم مالی بالا و گردش وجه نقد عملیاتی پایین باشد، بازده سهام آن شرکت نیز در طول دوره مالی تحت تأثیر این عوامل و متغیرها است؛ و همچنین با کاهش محدودیت مالی در شرکت‌ها، ضریب رگرسیونی متغیر بازده سهام آن‌ها نیز کاهش می‌یابد، یعنی شرکت‌های دارای محدودیت مالی، دارای رابطه معناداری با بازده سهام خودشان به صورت مستقیم هستند.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) در تحقیقی با عنوان "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتایج دست یافتند که بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها رابطه معنی داری وجود دارد. در طبقه بندی اول که دو ساختار مالکیت نهادی و مالکیت خصوصی وجود دارد، یافته‌ها نشان داد که بهتر است مالکیت در اختیار سرمایه گذاران نهادی نباشد، زیرا بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه منفی و معنی دار مشاهده گردید. در مورد مالکیت خصوصی نیز فقط می‌توان به وجود رابطه معنی دار اشاره کرد، ولی نمی‌توان نوع این ارتباط را تبیین کرد. یعنی نمی‌توان گفت که به گونه کلی، مالکیت خصوصی به بهبود عملکرد شرکت‌ها منجر می‌شود یا خیر.

در طبقه بندی دوم که مالکیت خصوصی به سه طبقه تقسیم می‌شود سرمایه گذاران شرکتی، مدیریتی و خارجی نتایج به گونه دقیق تر و جزئی تر بررسی شد. نتایج حاکی از آن است که حضور سرمایه گذاران شرکتی در ساختار مالکیت شرکت‌ها باعث بهبود عملکرد آنها می‌شود. یعنی رابطه‌ای که بین این گروه از سرمایه گذاران و عملکرد شرکت وجود دارد، رابطه ای مثبت و معنی دار است. در مورد سرمایه گذاران مدیریتی نتایج معکوس مشاهده گردید. یعنی با وجود سرمایه گذاران مدیریتی در ساختار مالکیت شرکت‌ها، عملکرد آنها ضعیف تر می‌شود و در نهایت در نمونه آماری پژوهش اطلاعاتی که بیانگر وجود سرمایه گذاران خارجی در ساختار مالکیت شرکت‌ها باشد، مشاهده نگردید. علت این امر محدود بودن شرکت‌های خارجی در ایران می‌باشد.

ستایش و همکاران (۱۳۹۲) نیز در پژوهشی با استفاده از اطلاعات جمع آوری شده مربوط به ۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ به بررسی رابطه بین کیفیت اطلاعات مالی و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که به طور کلی بین کیفیت افشا و میزان رشد در کیفیت افشای شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی رابطه معناداری وجود ندارد. از دیدگاه آنان یکی از دلایلی که ممکن است موجب نبود معناداری رابطه بین محدودیت در تأمین مالی و کیفیت افشا شده باشد، توجه نکردن تأمین کنندگان عمده منابع مالی شرکت‌ها (مخصوصاً بانکهای دولتی)، به کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌ها در خصوص تصمیمات مربوط به تأمین مالی آنها باشد. همچنین، نتایج پژوهش نشان داد که بین کیفیت اقلام تعهدی و رشد در کیفیت اقلام تعهدی با محدودیت در تأمین مالی شرکت‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد. به این معنا که با افزایش

کیفیت اقلام تعهدی و بهبود کیفیت سود گزارش شده از سوی شرکتها، محدودیت در تأمین مالی آنها کاهش پیدا میکند. در خصوص متغیرهای کنترلی بکار رفته در تحقیق نتایج پژوهش حاکی از آن است که به طور کلی بین تمرکز مالکیت و محدودیت در تأمین مالی شرکتها رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین، بین اندازه شرکت با محدودیت در تأمین مالی شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی معناداری وجود دارد. این نتایج با مبانی نظری پژوهش سازگاری کامل دارد؛ اما بین متغیر عمر شرکتها با محدودیت در تأمین مالی آنها رابطه معناداری وجود ندارد.

همچنین آمار توصیفی متغیرهای پژوهش حاکی از آن است که در بورس اوراق بهادار تهران شرکتها به طور کلی تا حدودی در تأمین منابع مالی دارای محدودیت می‌باشند. این اطلاعات با توجه به اینکه تقریباً نیمی از سهام شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران متعلق به یک شخص حقیقی یا حقوقی است (تمرکز بالای مالکیت) و با توجه به نتایج متغیر تمرکز مالکیت در این پژوهش، قابل توجه است. این نتیجه شاید هم ناشی از این موضوع باشد که در ایران سرمایه‌گذاران، مؤسسات و سازمانهای تأمین کننده منابع مالی شرکتها به علت ریسک بالای سرمایه‌گذاری در شرکتهای بورسی، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در بازار پولی به دلیل ریسک پایین آن دارند.

ستایش و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان "بررسی نقش ساختار مالکیت بر شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد و موجودیهای کالای شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به نتایج زیر دست یافتند. بین مالکیت مدیریتی و نسبت کل موجودیهای کالا به فروش رابطه معکوس وجود دارد اما بین مالکیت نهادی و مالکیت شرکتی و تمرکز مالکیت با نسبت کل موجودیهای کالا به فروش شرکتها رابطه معناداری وجود ندارد نبود رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و نسبت کل موجودیهای کالا به فروش با نتایج پژوهش آمیر (۲۰۱۰) هم خوانی ندارد وجود رابطه معکوس بین مالکیت مدیریتی و نسبت کل موجودیهای کالا به فروش بیان کننده این مطلب است که با افزایش درصد مالکیت مدیریت و حضور کنترلی آنها در ساختار مالکیت شرکت منجر به بهبود کارایی شیوه مدیریت موجودی کالا می‌شود هم چنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت به کل دارایی‌ها رابطه معکوس وجود دارد اما بین مالکیت شرکتی و مالکیت مدیریتی با نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت به کل دارایی‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

جهانخانی (۱۳۷۴) در مقاله‌ای با عنوان شیوه‌های تأمین مالی شرکتها در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران در خصوص دلایل تأمین مالی اینگونه اظهار نظر نموده اند: هدف شرکت‌های سهامی و مدیران آنها حداکثر نمودن ارزش شرکت و ثروت سهامداران می‌باشد. از طرفی حداکثر نمودن ارزش شرکت، مستلزم بکارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازده و ریسک متناسب است.

مولر و اسپیتز (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان "تأثیر عملکرد وجوه" در خصوص تأثیر این عامل در تأمین مالی بیان نمودند که محیط فعالیت شرکتها به سرعت در حال رشد بوده و بسیار رقابتی شده است. بنگاه‌ها برای ادامه حیات، مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی و گسترش دامنه فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری جدید و براسر سرمایه‌گذاری نیاز به منابع مالی دارند؛ اما منابع مالی و نحوه استفاده از آن‌ها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور باشد. این وظیفه مدیر مالی بنگاه اقتصادی است که منابع تأمین مالی و نحوه استفاده از آن‌ها را تعیین کند. به طور کلی، منابع تأمین مالی شرکتها بر اساس سیاست‌های تأمین مالی آنها به دو بخش منابع مالی داخلی و خارجی شرکتها تقسیم می‌شود. در منابع مالی داخلی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تأمین مالی می‌کند، یعنی به جای تقسیم

سود بین سهامداران، سود رادر فعالیتهای عمدتاً عملیاتی شرکت، برای کسب بازده بیشتر بکار میگیرد و در منابع مالی خارجی، از محل بدهی و انتشار سهام، اقدام به تأمین مالی می کند.

هنری (۲۰۱۰) به بررسی تاثیر تأمین مالی از طریق بدهی بر بازده سهام پرداختند. آنها دریافتند، شرکت هایی که از بیشتر از طریق بدهی تأمین مالی دارند؛ دستیابی به سرمایه گذاریهای تضمین شدهای را منعکس می کنند و مبلغ سرمایه گذاری در قیمت سهام منعکس می شود.

گروسمن و وراحت (۲۰۱۳) نشان دادند که حضور مدیران مستقل در هیات مدیره می تواند محدودیت در تأمین مالی شرکت ها را کاهش دهد. همچنین در وضعیتی که تمرکز مالکیت بالاست، نقش نظارتی هیات مدیره برای سهامداران اقلیت و اعتباردهندگان بسیار اهمیت دارد؛ بنابراین، ویژگی های ساختار مالکیت شرکت ها بر محدودیت در تأمین منابع مالی تاثیر معناداری دارد.

اندرسون و همکاران (۲۰۰۴) نشان دادند که چگونه سازوکارهای حاکمیت شرکتی می تواند محدودیت تأمین مالی شرکتها را کاهش دهد. نتایج تحقیق آنان نشان داد هزینه تأمین مالی از طریق بدهی، به طور معکوسی به اعضای غیرموظف، اندازه هیئت مدیره و تعداد جلسه های هیئت مدیره بستگی دارد.

دنیز و همکاران (۲۰۰۳) در پژوهشی به بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ارتباط آن با انتخاب روشهای تأمین مالی از بانکها و یا انتشار اوراق مشارکت پرداختند. پژوهش مزبور برای ۹۸۳۱ شرکت در ۲۰ کشور از ابتدای سال ۲۰۰۱ تا پایان ۲۰۱۰ انجام پذیرفت. نتایج گویای آن است که تنوع در حقوق مالکانه و کنترلی در شرکتهای با ساختار مالکیت نهادی کمتر به سمت تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی می روند. همچنین سایر نتایج بیانگر آن است که تنوع در ساختار مالکیت روی دیگر جنبه های ساختار بدهی در شرکت از جمله سررسید پرداخت و یا وثایق مورد نیاز نیز اثرگذار خواهد بود. به عبارتی شرکتهای با ساختار مالکیت نهادی بیشتر به سمت تأمین اعتبار از محل بدهی های عمومی (انتشار اوراق قرضه) تمایل دارند.

ادمانز (۲۰۰۹) ارتباط بین میزان و نوع تأمین مالی و سودآوری آتی و گذشته شرکت هایی از بورس نیویورک را مورد بررسی قرار داد. نتایج بررسی نشان داد که تغییرات در سودآوری شرکت، به طور منظم با میزان و نوع تأمین مالی شرکت رابطه دارد.

دیتمار و ماهر-اسمیت (۲۰۰۷) به بررسی تاثیر روش های مختلف انتشار سهام جهت تأمین مالی، مانند عرضه های اولیه و ثانویه و عرضه حق تقدم خرید سهام بر عملکرد عملیاتی پرداختند. به طور کلی این تحقیق نشان می دهد که عملکرد عملیاتی به میزان زیادی با نوع تأمین مالی رابطه دارد.

شیام، ساندرو و مایرز (۲۰۰۱) در آزمون خود از مدل های توازی و ترجیحی ساختار سرمایه به این نتیجه رسیدند که مدل ترجیحی یک توصیف کننده ممتاز درجه اول برای رفتار تأمین مالی شرکت های سهامی است. نتایج آنها نشان می دهد، بنگاه ها برای تأمین مالی کسری های پیش بینی شده خود از طریق بدهی برنامه ریزی می کنند.

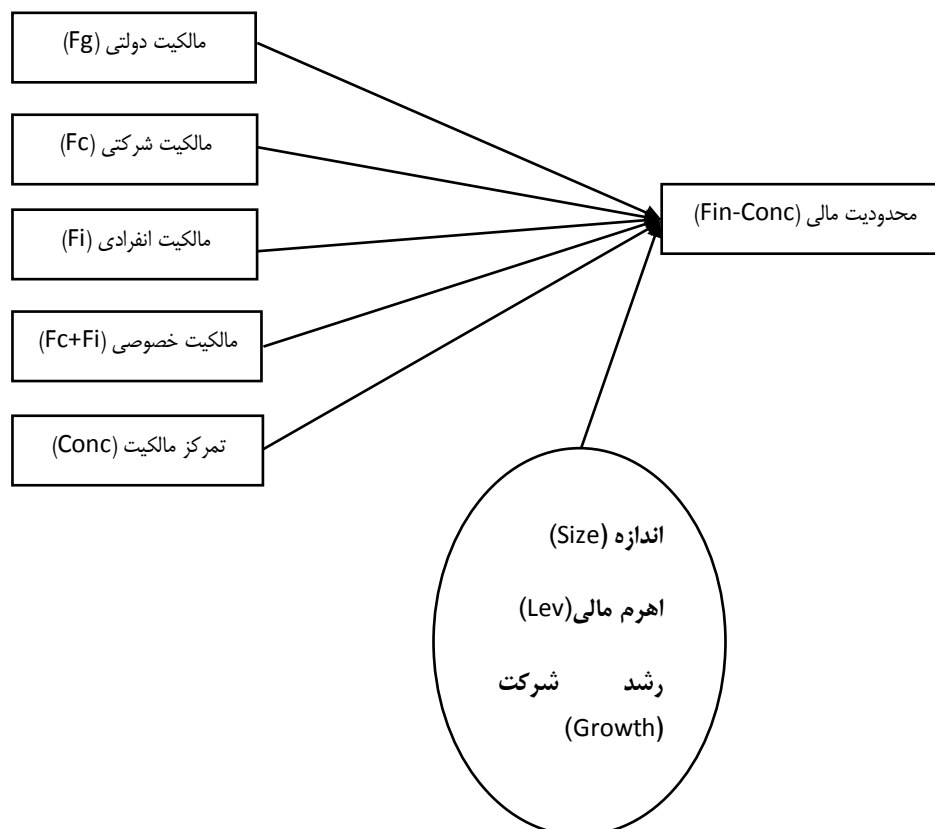
هاردین و همکاران (۲۰۰۹)، در پژوهشی تحت عنوان «عوامل تعیین کننده مالی در تعیین سطح و حجم جریان های نقدی نقدی در بازارهای نوظهور»، به بررسی حجم و میزان دارایی های نقدی شرکت های بزرگ در کشورهای در حال توسعه پرداخت. به طور خاص، او به اثر ساختار سرمایه و سیاست های تقسیم سود سهام در نگهداشت وجوه نقد در برزیل، روسیه، هند و چین متمرکز شد و مقایسه نتایج خود را با نمونه های مشاهده شده از آمریکا و بریتانیا انجام داد. نمونه های مورد بررسی او شامل ۱۹۹۲ شرکت در سراسر این کشورها برای سال های مابین ۲۰۰۲-۲۰۰۸ بود. او از تجزیه و تحلیل

رگرسیون برای متغیرهای کنترلی، مستقل و وابسته استفاده کرده و برخی از متغیرها مانند، سیاست‌های مالی (نگهداشت وجوه نقد، ساختار سرمایه و سیاست‌های سود سهام) را مورد واکاوی قرار داد. نتایج تحقیق او نشان داد، شواهدی وجود دارد که ساختار سرمایه و سیاست‌های سود سهام، دارایی‌های نقدی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. شباهت بین کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه در عوامل تعیین‌کننده دارایی‌های نقدی شرکت‌های بزرگ است. نتایج حاصل از بررسی ناچر شواهدی ارائه کرد که ساختار سرمایه، سیاست سود سهام و اندازه شرکت از عوامل مهم در تعیین میزان و حجم دارایی‌های نقدی شرکت‌ها است. در نهایت، نتایج تحقیق او بیان‌کننده این مطلب است که شرکت‌های فعال در کشورهای با حمایت سهامداران بالا، وجوه نقد و دارایی‌های نقدی بیشتری را نگهداری می‌کنند. لذا طبق ادبیات تجربی مدل این پژوهش به شرح زیر رسم می‌شود:

متغیرهای مستقل

متغیر وابسته

متغیرهای کنترلی



روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی است؛ زیرا هدف این پژوهش، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص می‌باشد و بر حسب ماهیت، توصیفی است چرا که مجموعه روش‌هایی است که هدف آن توصیف شرایط یا پدیده‌های مورد بررسی می‌باشد. همچنین این پژوهش جزو دسته تحقیقات همبستگی است؛ زیرا در آن همبستگی بین متغیرها براساس هدف پژوهش، تحلیل می‌گردد (سرمد و همکاران، ۱۳۸۴). مقیاس اندازه‌گیری در این پژوهش از نوع مقیاس

نسبی که دقیق ترین مقیاس اندازه گیری بشمار می رود، می باشد (آذر ومومنی، ۱۳۸۵). با توجه به اینکه با استفاده از اطلاعات گذشته به مطالعه روابط متغیر وابسته و مستقل می پردازد و در نتیجه امکان کنترل همه عوامل نامربوط وجود ندارد در گروه تحقیقات شبه تجربی طبقه بندی می گردد. همچنین این تحقیق به لحاظ معرف شناسی از نوع تجربه گرا و از جهت نوع مطالعه میدانی (محیط طبیعی) آرشویی است.

با توجه به ادبیات پژوهش، برای پاسخگویی به سوالات پژوهش و این که هدف این تحقیق بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و محدودیت در تامین مالی است، فرضیه هایی به صورت زیر تدوین گردیده اند:

فرضیه اصلی تحقیق

بین ساختار مالکیت و محدودیت در تامین مالی رابطه معناداری وجود دارد.

از آنجا که ساختار مالکیت شامل دو مقوله ترکیب (انواع مالکیت) و تمرکز مالکیت است، بنابراین فرضیات فرعی به شرح زیر تدوین و مورد آزمون آماری قرار می گیرند:

فرضیات فرعی

فرضیه فرعی ۱:

بین نسبت مالکیت دولتی و محدودیت در تامین مالی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲:

بین نسبت مالکیت شرکتی و محدودیت در تامین مالی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۳:

بین نسبت مالکیت انفرادی و محدودیت در تامین مالی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۴:

بین نسبت مالکیت خصوصی و محدودیت در تامین مالی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۵:

بین درجه تمرکز مالکیت و محدودیت در تامین مالی رابطه معناداری وجود دارد.

جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ است. در انتخاب شرکت ها؛ شرایط زیر در نظر گرفته خواهد شد:

- سال مالی شرکت ها منتهی به پایان ماه اسفند باشند.

- به دلیل ماهیت خاص فعالیت؛ تنها از اطلاعات شرکت های تولیدی استفاده می شود و شرکت های فعال در سایر بخش ها (سرمایه گذاری، بانک ها، بیمه ها، واسطه گری ها و شرکت های خدماتی و پیمانکاری و کشاورزی) حذف خواهند شد.

- شرکت هایی که سهام آنها بطور مرتب در تالار بورس معامله شده و طی بازه زمانی تحقیق از فهرست شرکت های پذیرفته شده حذف نشده و داده های لازم در دوره تحقیق برای آنها بطور کامل در دسترس باشد.

کلیه داده های مورد نیاز با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و بانک های اطلاعاتی تهیه شده توسط مرکز اطلاع رسانی بورس و اوراق بهادار تهران و سایت اینترنتی شرکت بورس جمع آوری خواهد شد. پس از گردآوری داده های مورد نیاز، از نرم افزار اکسل به منظور طبقه بندی و آماده سازی داده ها و انجام محاسبات و نرم افزار SPSS برای برازش مدل ها و انجام آزمون های آماری استفاده خواهد شد.

با توجه به اینکه ساختار داده‌ها در این تحقیق، ترکیبی از سری‌های زمانی و مقطعی است، استفاده از رگرسیون ساده (مقطعی) و یا رگرسیون سری‌های زمانی به تنهایی مناسب نیست؛ بنابراین در این تحقیق از روش داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود که سبب می‌گردد درجه آزادی افزایش یافته و ناهمسانی واریانس و همخطی بین متغیرها کاهش یابد. در چنین مواردی ابتدا باید مشخص گردد که آیا شواهدی دال بر قابلیت ادغام شدن داده‌ها وجود دارد یا اینکه مدل برای تمام واحدهای مقطعی متفاوت است. در صورت وجود ناهمگنی از روش داده‌های تابلویی و در غیر این صورت از روش داده‌های تلفیقی با رویکرد حداقل مربعات معمولی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. برای این منظور آزمون F لیمر انجام می‌گیرد. اگر مشخص شد که مقاطع مورد بررسی ناهمگن و دارای تفاوت‌های فردی بوده، روش‌های تابلویی مناسب‌تر هستند، به منظور انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی نیز از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

متغیرهای مستقل

ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها به شمار می‌رود. در این پژوهش برای سنجش ساختار مالکیت شرکت‌ها، ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت مورد توجه قرار می‌گیرد؛ بنابراین متغیرهای مستقل استفاده شده در این تحقیق شامل متغیرهای مربوط به نوع مالکیت و نسبت تمرکز مالکیت است:

متغیر ترکیب (نسبت) مالکیت

متغیر مزبور نشان دهنده‌ی نسبت مالکیت سهامداران مختلف شرکت است. سهامدار می‌تواند یک فرد، یک خانواده، یک گروه خویشاوندی، یک شرکت مادر، یک بانک، یک سرمایه‌گذار نهادی، دولت و یا یک موسسه غیرمالی باشد. متغیر نسبت مالکیت در این تحقیق به چهار طبقه شامل مالکیت دولتی ((Fg)، مالکیت شرکتی ((Fc)، مالکیت انفرادی ((Fi)، مالکیت خصوصی ((Fi+Fc) تقسیم شده است:

شرکت با مالکیت دولتی (Fg): به شرکتی اطلاق می‌شود که بیش از 50 درصد سهام آن متعلق به دولت، سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی باشد.

شرکت با مالکیت شرکتی (Fc): به شرکتی اطلاق می‌شود که بزرگترین مالک آن اشخاص حقوقی غیردولتی باشد؛ یعنی بیشترین درصد سهام آن متعلق به اشخاص حقوقی، سازمان‌ها و شرکتهای سهامی باشد.

شرکت با مالکیت انفرادی (Fi): به شرکتی اطلاق می‌شود که بزرگترین مالک آن اشخاص حقیقی یا اعضای یک خانواده باشد؛ به عبارت دیگر، شرکتی که سهامدار عمده آن خانواده‌ها و اشخاص حقیقی هستند.

شرکت با مالکیت خصوصی (Fi+Fc): به شرکتی اطلاق می‌شود که بزرگترین مالک آن اشخاص حقوقی غیردولتی یا اشخاص حقیقی باشد.

برای لحاظ کردن متغیرهای مربوط به ساختار مالکیت از درصد سهام تحت تملک سهامداران (مالکین) مختلف استفاده می‌شود؛ بنابراین، برای اندازه‌گیری هر یک از این متغیرها، تعداد سهام نگهداری شده توسط هر یک از این مالکین بر تعداد کل سهام شرکت تقسیم می‌شود.

متغیر درجه تمرکز مالکیت (Conc)

تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می‌شود که میزان درخور ملاحظه‌ای از سهام شرکت به سهامداران عمده (اکثریت) تعلق داشته باشد و نشان می‌دهد چند درصد سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد. تمرکز مالکیت عبارت است از چگونگی توزیع سهام بین سهامداران شرکتهای مختلف. هر چه تعداد سهامداران کمتر باشد، مالکیت متمرکزتر خواهد

بود. در این تحقیق به منظور محاسبه نسبت تمرکز مالکیت از شاخص هرfindal-هیرشمن^۱ (HHI) استفاده شده است. شاخص مزبور از مجموع مجذور درصد سهام متعلق به سهامداران شرکتها به دست می آید. این شاخص به موازات افزایش میزان تمرکز مالکیت افزایش پیدا کرده و در شرایطی که کل سهام متعلق به یک نفر باشد، بیشترین ارزش را به خود اختصاص داده و معادل ۱۰/۰۰۰ واحد محاسبه می شود. در صورتی که ساختار مالکیت پراکنده بوده و کلیه سهامداران دارای نسبتهای مساوی باشند HHI کمترین ارزش را پیدا کرده و معادل ۱۰۰۰۰/N محاسبه میشود. شاخص هرfindal بشرح زیر قابل محاسبه است:

$$HHI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{P_i}{P} \times 100 \right)^2$$

P_i : تعداد سهام عادی متعلق به هر سهامدار شرکت i و p نشان دهنده کل سهام عادی منتشره شرکت.

متغیر وابسته

با توجه به هدف و سؤال پژوهش، محدودیت در تأمین مالی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته می شود. برای تشخیص شرکت هایی که در تأمین مالی محدودیت دارند، از شاخص محدودیت در تأمین مالی KZ استفاده شده است. دنگمی (۲۰۰۹) با بسط مطالعه کاپلان وزینگالس (۱۹۹۷) شاخصی معرفی کرد که براساس آن می توان شرکت هایی را که در تأمین مالی محدودیت دارند، شناسایی کرد. براین اساس، شرکت هایی که از این شاخص بیشترین مقدار را داشته باشند، شرکت هایی با بیشترین محدودیت در تأمین مالی شناخته می شوند. در رابطه ۱، نمونه ای از شاخص KZ طبق پژوهش آلمیدا، کمپلو و ویسباچ (۲۰۰۴)، نمایش داده شده است.

$$KZ = -1/002 \times CFO + 0/383 \times Q - tobin + 3/139 \times Lev - 39/368 \times Div - 1/315 \times C$$

که در آن:

KZ: محدودیت در تأمین مالی

CFO: جریان وجه نقد به دست آمده از عملیات

Q- tobin: نسبت کیوتوین

Lev: نسبت اهرمی

Div: سود سهام پرداختی

C: موجودی نقد

براساس شاخص KZ بالا، شرکت های که از یک سو جریان های نقدی، سود تقسیمی و مانده وجه نقد کمتری دارند و از سوی دیگر، کیو توین و نسبت اهرمی بزرگتری به دست آورده اند، بالاترین KZ و در نتیجه بیشترین محدودیت را در تأمین مالی دارند. با توجه به تفاوت وضعیت اقتصادی و تجاری ایران با آمریکا و کشورهای اروپایی، استفاده از ضرایب شاخص بالا امکان پذیر نیست؛ بنابراین، در پژوهش حاضر از شاخص KZ بومی شده در پژوهش تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) براساس وضعیت اقتصادی ایران، به شرح رابطه ۲ استفاده می شود.

$$KZ_{IR} = 17/330 - 37/486C - 15/216Div + 3/394Lev - 1/402Q - tobin$$

که در آن KZ_{IR} محدودیت تأمین مالی بومی شده است؛ بقیه متغیرها مانند رابطه ۱ است.

^۱- Herfindahl-Hirschman

روش استفاده از این شاخص به این ترتیب است که ابتدا مقادیر واقعی در معادله شاخص KZ جایگزین می‌شوند و مقدار KZ به دست می‌آید. با مرتب کردن مقادیر از کوچکترین (پنجک اول) به بزرگترین (پنجک آخر)، می‌توان شرکت‌هایی که محدودیت تأمین مالی دارند را تعیین کرد (مطابق جدول ۱). مطابق با جدول (۱)، در این پژوهش برای تشخیص شرکت‌هایی که در تأمین مالی محدودیت دارند، از روش ایجاد متغیرهای مصنوعی (دو ارزشی) استفاده شده است.

جدول ۱: روش تفکیک شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی با استفاده از شاخص KZ

احتمال محدودیت در تأمین مالی شرکت‌های نمونه	پنجک اول	پنجک دوم	پنجک سوم	پنجک چهارم	پنجک پنجم
۰ تا ۲۰٪	۲۰٪ تا ۴۰٪	۴۰٪ تا ۶۰٪	۶۰٪ تا ۸۰٪	۸۰٪ تا ۱۰۰٪	

شرکت‌هایی که در پنجک چهارم و پنجم قرار گیرند به لحاظ تأمین مالی محدودیت دارند.

متغیرهای کنترلی

به منظور کنترل سایر متغیرهایی که به نحوی در تجزیه و تحلیل مسأله پژوهش مؤثرند، متغیرهای کنترلی لازم با توجه به مرور متون تعیین شدند. متغیرهای کنترلی این پژوهش عبارتند از:

۱- **اندازه شرکت (Size):** شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ، دارای هزینه‌های بالاتر تأمین مالی خارجی (دارای محدودیت در تأمین مالی خارجی) و دسترسی محدودتر به بازارهای سرمایه هستند (جورج و همکاران، ۲۰۰۸). همچنین هوپ و همکاران (۲۰۰۹) نیز اندازه شرکت‌ها را به عنوان یکی از عوامل اساسی در دسترسی به منابع مالی می‌دانند. بنابراین، در پژوهش حاضر مشابه پژوهش از متغیر اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است.

۲- **عمر شرکت (Age):** گئورگ و همکاران (۲۰۰۸) نیز بیان کرده‌اند که شرکت‌های با عمر بالا به دلیل وضعیت اعتباری بهتر و دسترسی سریعتر و آسانتر به اطلاعات خود، از محدودیت کمتری برخوردارند. شرکت‌های جوان‌تر ریسک اطلاعاتی بالاتری دارند و به این دلیل، باید دارای محدودیت تأمین مالی خارجی بیشتری باشند. لذا، در پژوهش حاضر نیز مشابه پژوهش هوپ و همکاران (۲۰۰۹) از متغیر عمر شرکت به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است. سایر متغیرهای کنترلی مرتبط با ویژگی‌های ذاتی و عملیاتی شرکت که می‌تواند بر رابطه شفافیت شرکتی و محدودیت تأمین مالی تأثیرگذار باشد شامل رشد فروش و اهرم مالی می‌باشد.

با توجه به مطالبی که در بخش‌های قبل ارائه گردید و همچنین تعریف عملیاتی متغیرها، از مدل‌های رگرسیون لجستیک زیر به منظور آزمون هر یک از فرضیه‌های تحقیق استفاده می‌شود:

$$Fin - Cons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fg_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$Fin - Cons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fc_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

$$Fin - Cons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fi_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

$$Fin - Cons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 (Fi + Fc)_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۴)}$$

$$Fin - Cons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Conc_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۵)}$$

در این مدل:

Fin-cons: متغیری مجازی است که اگر بر اساس معیار KZ محاسبه شده، شرکت مورد نظر مطابق جدول (۱) در پنجک چهارم و پنجم قرار گیرد (یعنی دارای محدودیت در تامین مالی باشد) برابر با عدد ۱ و در غیر اینصورت برابر صفر خواهد بود.

Fg: تعداد سهام در تملک دولت بر تعداد کل سهام شرکت.

Fc: تعداد سهام در تملک اشخاص حقوقی، سازمان ها و سایر شرکت ها تقسیم بر تعداد کل سهام شرکت.

Fg: تعداد سهام نگهداری شده توسط خانوارها و اشخاص حقیقی تقسیم بر تعداد کل سهام شرکت.

Fg: تعداد سهام نگهداری شده توسط اشخاص حقوقی غیردولتی یا اشخاص حقیقی تقسیم بر تعداد کل سهام شرکت.

Conc: برابر درجه تمرکز مالکیت که بر اساس شاخص هرfindal-هیرشمن محاسبه می شود.

Size: برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام منتشر شده در پایان سال مالی شرکت است.

Lev: برابر است با نسبت بدهی ها به دارایی ها

Grow: از حاصل تقسیم تفاضل فروش جاری و فروش سال گذشته بر فروش سال گذشته قابل محاسبه است.

Age: برابر است با تعداد سال های سپری شده از سال تأسیس شرکت.

در ادامه ابتدا فراوانی شرکت هایی که دارای محدودیت در تامین مالی هستند و همچنین شرکت های بدون محدودیت در تامین مالی در قالب جدول و نمودار فراوانی ارائه می گردد. جدول شماره ۲ توزیع فراوانی و درصد شرکت های دارای محدودیت در تامین مالی و بدون محدودیت در تامین مالی نمونه آماری این پژوهش را نشان می دهد. مطابق مطالب ارائه شده در فصل سوم، در این تحقیق به منظور تفکیک شرکت ها از نظر وجود یا عدم وجود محدودیت در تامین مالی از شاخص KZ استفاده می گردد. با توجه به مقدار KZ محاسبه شده، از کل شرکت های نمونه آماری این تحقیق به تعداد ۱۰۵ شرکت، تعداد ۷۹ شرکت دارای محدودیت در تامین مالی و تعداد ۲۶ شرکت بدون محدودیت در تامین مالی می باشند.

آمار توصیفی

با عنایت به داده های نشان داده شده در جدول ۱ اختلاف بین کمینه و بیشینه داده ها بیانگر دامنه مناسب برای استفاده از متغیرهاست. تمامی متغیرها از حداقل انحراف معیار برخوردار هستند که نشان از انسجام مناسب داده های نمونه انتخابی دارد. فاصله اندک میانگین و میانه متغیرها نشان دهنده برخورداری آنها از توزیع تقریباً نرمال است؛ همچنین وجود خطای استاندارد ضریب چولگی در بازه ۲- و ۲+ مؤید آن است (مومنی و همکاران، ۱۳۸۶).

جدول ۲: شاخص های توصیف کننده متغیرهای تحقیق، شاخص های مرکزی، شاخص های پراکندگی

متغیرها	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	حداقل	حداکثر
محدودیت مالی (میزان KZ محاسبه شده)	۶۳۰*	۱۴/۳۹	۱۳/۷۰	۱/۹۶	۰/۷۴۵	۲/۳۷	۱۸/۹۹
Fg	۶۳۰	۳۵/۱۲	۳۱/۱۲	۵/۰۷	۲/۱۹	۰/۰۰	۹۶/۵۴
Fc	۶۳۰	۲۱/۳۶	۱۷/۰۷	۴/۱۸	۱/۳۵	۰/۰۰	۷۴/۳۹
Fi	۶۳۰	۸/۱۲	۴/۵۱	۲/۰۳	۰/۸۹	۰/۰۰	۱۱/۱۲
Fi+Fc	۶۳۰	۲۰/۳۹	۱۶/۶۵	۶/۰۸	۱/۲۵	۰/۰۰	۳۰/۸۷

Conc	۶۳۰	۴۹	۳۸	۲۳	۴/۰۶	۵	۱۰۰
اندازه شرکت	۶۳۰	۲۹/۲۵	۲۱/۱۳	۱/۴۷	۰/۹۸	۱۱/۷۸	۳۸/۲۱
اهرم مالی	۶۳۰	۰/۴۱۱	۰/۳۸۰۲	۰/۱۹۰۴	۱/۰۵	۰/۰۰	۰/۷۶
رشد شرکت	۶۳۰	۱۱/۹۸۷	۵/۴۳۹	۰/۵۶۱۰	۱/۹۸۷	۰/۰۰	۱۷/۴۲
عمر شرکت	۶۳۰	۲۷/۹	۲۵/۱۸	۳/۲۸	۲/۹۵	۵	۵۳

*تعداد شرکت‌های مورد بررسی ضربدر دوره زمانی مورد مطالعه

آزمون انتخاب الگوی مناسب داده‌ها

برای انتخاب الگوی مناسب داده‌ها از آزمون چاو (F لیمر) استفاده می‌شود. این آزمون مشخص می‌کند که الگوی مناسب داده‌ها برای برازش مدل رگرسیون به صورت تلفیقی (Pooled) است یا پانل (Panel). برای آزمون این موضوع، سطح معنی داری آماره F با سطح خطای مورد نظر تحقیق (۵ درصد) مقایسه می‌گردد، اگر سطح معنی داری آماره F از سطح خطای مورد نظر تحقیق کمتر باشد، نوع مدل انتخابی پانل است. اگر آزمون F لیمر مشخص سازد که الگوی مناسب به صورت داده‌های پانل است، با استفاده از آزمون هاسمن الگوی مناسب از بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی انتخاب می‌گردد. اگر سطح معنی داری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد، الگوی اثرات ثابت انتخاب می‌گردد. نتایج آزمون‌های مربوط به انتخاب داده‌های و الگوی مناسب در جدول شماره ۳ ارائه می‌گردد.

جدول ۳: نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن

مدل	آزمون	آمار آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل (۱)	آزمون F لیمر	۸۲,۳۵۱	۰,۰۰۰	استفاده از داده‌های پانل با اثرات تصادفی
	آزمون هاسمن	۱۹,۵۶۳	۰,۰۹۳	
مدل (۲)	آزمون F لیمر	۱۱۲,۸۶۴	۰,۰۰۰	استفاده از داده‌های پانل با اثرات ثابت
	آزمون هاسمن	۱۴,۲۵۵	۰,۰۰۰	
مدل (۳)	آزمون F لیمر	۷۲/۶۵۷	۰,۱۵۹	داده‌های تلفیقی
	آزمون هاسمن	---	---	
مدل (۴)	آزمون F لیمر	۵۵/۴۸۰۱	۰,۰۰۲۶	داده‌های پانل
	آزمون هاسمن	۲۵/۸۱۲	۰,۲۰۱	الگوی اثرات تصادفی
مدل (۵)	آزمون F لیمر	۱۰۳/۲۴۵	۰,۳۳۱	داده‌های تلفیقی
	آزمون هاسمن	---	---	---

جدول ۳ نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن در خصوص الگوی مناسب داده‌ها بکار رفته در مدل‌های تحقیق را نشان می‌دهد.

تعریف آماری فرضیات

فرضیه اول:

$\alpha_1 = 0$: بین نسبت مالکیت دولتی و محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی داری وجود ندارد.

H_1 : بین نسبت مالکیت دولتی و محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی داری وجود دارد.

$\alpha_1 = 0$ فرضیه دوم:

H_0 : بین نسبت مالکیت شرکتی و محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی داری وجود ندارد.

$\alpha_1 \neq 0H_1$ بین نسبت مالکیت شرکتی و محدودیت در تامین مالی رابطه معنی داری وجود دارد.

$\alpha_1 = 0$ فرضیه سوم:

H_0 : بین نسبت مالکیت انفرادی و محدودیت در تامین مالی رابطه معنی داری وجود ندارد.

$\alpha_1 \neq 0H_1$ بین نسبت مالکیت انفرادی و محدودیت در تامین مالی رابطه معنی داری وجود دارد.

$\alpha_1 = 0$ فرضیه چهارم:

H_0 : بین نسبت مالکیت خصوصی و محدودیت در تامین مالی رابطه معنی داری وجود ندارد.

$\alpha_1 \neq 0H_1$ بین نسبت مالکیت خصوصی و محدودیت در تامین مالی رابطه معنی داری وجود دارد.

$\alpha_1 = 0$ فرضیه پنجم:

H_0 : بین تمرکز مالکیت و محدودیت در تامین مالی رابطه معنی داری وجود ندارد.

$\alpha_1 \neq 0H_1$ بین تمرکز مالکیت و محدودیت در تامین مالی رابطه معنی داری وجود دارد.

در ادامه نتایج آماری برازش مدل رگرسیون لجستیک مربوط به فرضیات اول و دوم به ترتیب در جداول شماره ۳ تا ۷ ارائه می گردد.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

متغیر وابسته: محدودیت در تامین مالی متغیر مستقل: نسبت مالکیت دولتی				
$Fin - Cons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fg_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضرایب	آماره والد	سطح معنی داری	نسبت شانس
مقدار ثابت	۲۴/۲۹۳	۱۴/۶۷۲	۰/۰۰۴	۴۵۱/۱۲
Fg	-۶/۳۴۲	-۱۳/۵۶۱	۰/۰۰۰۰	۱۳/۲
اندازه	-۸/۲۹۰	-۴/۷۸۲	۰/۰۰۰	۰/۱۹۸
اهرم مالی	۱۱/۲۰۹	۲/۶۷۵	۰/۰۰۰	۱/۸۷۲
رشد	۶/۰۴۳	۱/۶۷۳	۰/۲۱۰	۲/۹۲۶
عمر شرکت	۱۳/۶۱۹	۷/۱۱۵	۰/۰۰۰	۱/۰۴۲
آماره خی دو	۳۴/۶۷۲	R^2 کاکس اسنیل		۲۱/۰۷
سطح معنی داری	۰/۰۰۰۰			
آماره هاسمر و لمشو	۴۵/۳۴۲	R^2 نگلکرک		۱۹/۷۴
سطح معنی داری	۰/۰۰۰			

جدول شماره ۴ خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیون لجستیک حاصل از آزمون فرضیه اول تحقیق را نشان می دهد.

مطابق این جدول، مقدار آماره خی دو (۳۴/۶۷۲) و سطح معنی داری آن نشان دهنده معنی دار بودن کل مدل رگرسیون است. مقدار آماره والد (-۱۳/۵۶۱) و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰۰) نشان می دهد که بنسبت مالکیت دولتی و محدودیت در تامین مالی شرکتها، رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ بنابراین، فرضیه اول تحقیق مورد تأیید قرار می گیرد. نتایج مربوط به آزمون رابطه بین متغیرهای کنترلی و محدودیت در تامین مالی نیز نشان می دهد که از بین متغیرهای کنترلی متغیر رشد شرکت با محدودیت در تامین مالی رابطه معنی داری ندارد؛ اندازه شرکت با محدودیت در تامین مالی رابطه معنی دار منفی و متغیرهای اهرم مالی و عمر شرکت با متغیر محدودیت در تامین مالی رابطه معناداری مثبت وجود دارد.

از سوی دیگر، سطح معنی داری ارائه شده مربوط به آماره هاسمر و لمشو (۲۱/۷۸۰۱) حاکی از انطباق مناسب مدل با مشاهدات واقعی است. به بیانی دیگر این آماره نشان دهنده نیکویی برازش مدل است. مقدار شاخصهای R^2 کاکس اسنیل و R^2 نگلکرک در مدل نیز به ترتیب برابر با ۱۳/۴ درصد و ۲۱/۲۳ درصد است که بیانگر قدرت پیش بینی مناسب مدل است.

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

متغیر وابسته: محدودیت در تأمین مالی متغیر مستقل: نسبت مالکیت شرکتی				
$Fin - Cons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fc_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضرایب	آماره والد	سطح معنی داری	نسبت شانس
مقدار ثابت	۲۱/۰۳۴	۱۸/۴۲۲	۰/۰۰۰	۲۳۴/۰۹
FC	-۵/۸۹۲	-۰/۳۹۶	۰/۰۰۰	۲/۵۶۲
اندازه	-۱۰/۴۵۱	-۳/۸۰۱	۰/۰۰۰	۰/۷۸۲
اهرم مالی	۱/۳۴۵	۰/۲۰۱	۰/۱۲۱	۲/۲۳۹
رشد	۳/۰۱۷	۱/۰۰۷	۰/۱۱۶	۱/۰۵۱
عمر شرکت	۰/۸۵۶	۱/۴۶۱	۰/۰۰۲	۲/۰۱۹
آماره خی دو	۵۹/۳۸۹	R^2 کاکس اسنیل		
سطح معنی داری	۰/۰۰۰۰	۱۸/۵۱		
آماره هاسمر و لمشو	۱۹/۶۷۱۲	R^2 نگلکرک		
سطح معنی داری	۰/۰۰۱	۴۱/۰۷		

مطابق جدول شماره ۵، مقدار آماره خی دو و سطح معنی داری آن نشان دهنده معنی دار بودن کل مدل رگرسیون است. مقدار آماره والد (-۰/۳۹۶) و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰۰) نیز حاکی از آن است که بین نسبت مالکیت شرکتی و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌ها، رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ بنابراین، فرضیه اول تحقیق مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتایج مربوط به آزمون رابطه بین متغیرهای کنترلی و محدودیت در تأمین مالی نیز نشان می‌دهد که از بین متغیرهای کنترلی متغیر اهرم و رشد شرکت با محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی داری ندارد؛ اندازه شرکت با محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی دار منفی و متغیر عمر شرکت با متغیر محدودیت در تأمین مالی رابطه معناداری مثبت وجود دارد.

از سوی دیگر، سطح معنی داری ارائه شده مربوط به آماره هاسمر و لمشو (۱۹/۶۷۱۲) حاکی از انطباق مناسب مدل با مشاهدات واقعی است. به بیانی دیگر این آماره نشان دهنده نیکویی برازش مدل است. مقدار شاخصهای R^2 کاکس اسنیل و R^2 نگلکرک در مدل نیز به ترتیب برابر با ۱۸/۵۱ درصد و ۴۱/۰۷ درصد است که بیانگر قدرت پیش بینی مناسب مدل است.

جدول ۶: نتایج آماری مربوط به آزمون فرضیه سوم تحقیق

متغیر وابسته: محدودیت در تامین مالی متغیر مستقل: نسبت مالکیت انفرادی				
$Fin - Cons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fi_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضرایب	آماره والد	سطح معنی داری	نسبت شانس
مقدار ثابت	۹/۲۳۳	۷/۱۳۹	۰/۰۰۰	۱۹۹/۳۸۱
Fi	۱۳/۰۶	۵/۲۸۲	۰/۰۰۰	۱/۸۹۳
اندازه شرکت (Size)	-۲/۹۷۳	-۱/۴۵۲	۰/۰۰۰	۱/۸۷۲
اهرم مالی (Lev)	۹/۲۲۴	۱۲/۰۹۱	۰/۳۴۱	۲/۴۳۶
رشد شرکت (Grow)	۵/۸۹۱	۳/۵۶۱	۰/۳۰۱	۱/۵۰۳
عمر شرکت (Age)	۳/۳۴۹	۱/۹۳۴	۰/۰۲۲	۳/۰۲۰
آماره خی دو	۹۱/۲۲۶	R^2 کاکس اسنیل		
سطح معنی داری	۰/۰۰۰	۸/۵۲		
آماره هاسمر و لمشو	۴۴/۸۰۲	R^2 نگلکرک		
سطح معنی داری	۰/۰۰۰	۱۱/۸۴		

مطابق جدول شماره ۶، مقدار آماره خی دو و سطح معنی داری آن نشان دهنده معنی دار بودن کل مدل رگرسیون است. همچنین بر اساس مقدار آماره والد و سطح معناداری آن بین نسبت مالکیت انفرادی و محدودیت در تأمین مالی شرکتها، رابطه معناداری وجود ندارد؛ بنابراین، فرضیه سوم تحقیق تأیید نمی گردد. از بین متغیرهای کنترلی متغیر اندازه شرکت و عمر شرکت با محدودیت در تأمین مالی به ترتیب رابطه معنی دار منفی و مثبت دارند و متغیرهای اهرم مالی و رشد شرکت رابطه معناداری با متغیر وابسته ندارند. مقدار شاخص های R^2 کاکس اسنیل و R^2 نگلکرک در مدل نیز به ترتیب برابر با ۸/۵۲ و ۱۱/۸۴ درصد است که بیانگر قدرت پیش بینی نه چندان مناسب مدل است.

جدول ۷: نتایج آماری مربوط به آزمون فرضیه چهارم تحقیق

متغیر وابسته: محدودیت در تامین مالی متغیر مستقل: نسبت مالکیت خصوصی				
$Fin - Cons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 (Fi + Fc)_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضرایب	آماره والد	سطح معنی داری	نسبت شانس
مقدار ثابت	۲۱/۶۷۰	۱۵/۲۱۸	۰/۰۰۰	۲۸۹/۰۱۲
Fi+Fc	۴/۷۸۲	۳/۰۴۷	۰/۲۸۹	۱/۰۲۸
اندازه شرکت (Size)	-۱۱/۷۰۱	-۸/۰۳۶	۰/۰۰۰	۲/۴۹۳
اهرم مالی (Lev)	۲۱/۵۶۲	۱۸/۴۴۷	۰/۰۰۰	۱/۱۲۵
رشد شرکت (Grow)	۱/۶۷۱	۳/۰۶۱	۰/۱۵۲	۱/۰۳۹
عمر شرکت (Age)	۴/۶۷۷	۲/۰۵۱	۰/۰۰۰	۲/۹۲۵
آماره خی دو	۸۴/۳۶۱	R^2 کاکس اسنیل		
سطح معنی داری	۰/۰۰۰	۱۰/۵۶۱		
آماره هاسمر و لمشو	۳۱/۵۵۳	R^2 نگلکرک		
سطح معنی داری	۰/۰۰۰	۱۲/۴۸۱		

مطابق جدول شماره ۷ مقدار آماره خی دو و سطح معنی داری آن نشان دهنده معنی دار بودن کل مدل رگرسیون است. همچنین بر اساس مقدار آماره والد و سطح معناداری آن بین نسبت مالکیت خصوصی و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد؛ بنابراین، فرضیه چهارم تحقیق تأیید نمی‌گردد. مقدار شاخص‌های R^2 کاکس اسنیل و R^2 نگلکرک در مدل نیز به ترتیب برابر با ۱۰/۵۶۱ و ۱۲/۴۸۱ درصد است که بیانگر قدرت پیش‌بینی مدل است.

جدول ۸: نتایج آماری مربوط به آزمون فرضیه چهارم تحقیق

متغیر وابسته: محدودیت در تأمین مالی متغیر مستقل: نسبت تمرکز مالکیت				
$Fin - Cons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(Fi + Fc)_{it} + \alpha_2Size_{it} + \alpha_3Lev_{it} + \alpha_4Grow_{it} + \alpha_5Age_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضرایب	آماره والد	سطح معنی داری	نسبت شانس
مقدار ثابت	۱۰/۲۹۵	۸/۰۱۶	۰/۰۰۰	۱۸۴/۳۶۰
Conc	۱/۹۳۲	۲/۴۹۸	۰/۰۰۰	۰/۶۷۳
اندازه شرکت (Size)	-۳/۵۷۶	-۱/۱۹۵	۰/۰۲۱	۱/۸۰۱
اهرم مالی (Lev)	۱۳/۰۳۳	۹/۲۲۴	۰/۰۳۸	۲/۴۵۲
رشد شرکت (Grow)	۵/۲۷۸	۱/۴۷۹	۰/۰۰۰	۱/۶۸۳
عمر شرکت (Age)	۱/۱۲۵	۲/۴۴۶	۰/۰۳۲	۱/۳۸۳
آماره خی دو	۹۱/۰۲۲	R^2 کاکس اسنیل		۴۶/۸۳
سطح معنی داری	۰/۰۰۰			
آماره هاسمر و لمشو	۴۷/۱۱۵	R^2 نگلکرک		۳۱/۵۲
سطح معنی داری	۰/۰۰۰			

جدول شماره ۸: خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیون لجستیک حاصل از آزمون فرضیه پنجم تحقیق را نشان می‌دهد. مطابق این جدول، مقدار آماره خی دو و سطح معنی داری آن نشان دهنده معنی دار بودن کل مدل رگرسیون است. همچنین بر اساس مقدار آماره والد و سطح معناداری آن بین تمرکز مالکیت و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌ها، رابطه معنادار مثبتی وجود دارد؛ بنابراین، فرضیه پنجم تحقیق تأیید می‌گردد. همچنین بر خلاف سایر مدل‌های قبلی، همه متغیرهای کنترلی با محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی دار دارند. مقدار شاخص‌های R^2 کاکس اسنیل و R^2 نگلکرک در مدل نیز به ترتیب برابر با ۴۶/۸۳ و ۳۱/۵۲ درصد است که بیانگر قدرت پیش‌بینی بالای مدل است.

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌ها در مورد فرضیه اول نشان می‌دهد که بین نسبت مالکیت دولتی و محدودیت در تأمین مالی رابطه معنادار منفی وجود دارد. به بیانی دیگر، این یافته حاکی از آن است که در شرکت‌هایی که نسبت مالکیت دولتی آنها بیشتر است و به عبارتی دولت سهم عمده‌ای از مالکیت شرکت را در اختیار دارد، برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود با محدودیت‌های کمتری مواجه خواهند بود. این نشان می‌دهد که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شرکت‌های تحت مالکیت دولت با استفاده از منابع دولت به راحتی تأمین مالی می‌کنند.

فرضیه دوم تحقیق مربوط به بررسی رابطه بین نسبت مالکیت شرکتی و محدودیت در تأمین مالی بود که نتایج آزمون‌های آماری حاکی از تأیید این فرضیه است؛ به عبارت دیگر، بین نسبت مالکیت شرکتی و محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی دار منفی وجود دارد. این بدان معنی است که در شرکت‌هایی که در ساختار مالکیت خود سایر شرکت‌ها سهم عمده‌ای

دارند کمتر با محدودیت منابع مالی مواجه هستند؛ به بیانی دیگر، اگر بخش عمده‌ای از مالکیت یک شرکت در اختیار سایر شرکت‌ها و نهادهای حقوقی دیگر باشد، این نهادها به شرکت مورد نظر جهت تامین منابع مالی کمک خواهند کرد و در نتیجه شرکت مورد نظر از طریق سایر کانال‌های ارتباطی با سایر شرکت‌ها راحت‌تر می‌تواند به منابع مالی مورد نیاز خود دسترسی پیدا کند. یکی از دلایل این موضوع می‌تواند این مسئله باشد که در چنین حالتی شرکت مورد نظر کمتر سود تقسیمی توزیع می‌کند چرا که اگر بخش عمده‌ای از مالکیت یک شرکت در تملک سایر شرکت‌ها و نهادهای حقوقی باشد در مقایسه با حالتی که افراد حقیقی مالکیت شرکت را در اختیار دارند تمایل به دریافت سود تقسیمی کمتر است و در نتیجه منابع مالی کمتری برای توزیع سود تقسیمی از شرکت خارج می‌گردد.

فرضیه سوم تحقیق رابطه بین نسبت مالکیت انفرادی و محدودیت در تامین مالی را بررسی می‌کند. یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که بین نسبت مالکیت انفرادی و محدودیت در تامین مالی رابطه معنی‌دار مثبتی وجود دارد. این یافته بدان معنی است که اگر بخش عمده‌ای از مالکیت یک شرکت در تملک افراد حقیقی باشد، شرکت مورد نظر بیشتر با محدودیت در تامین مالی مواجه خواهد بود. یکی از استدلال‌های مربوط به این نتیجه این است که در حالتی که افراد حقیقی مالکیت بخش عمده‌ای از یک شرکت را در اختیار دارند تمایل به دریافت سود نقدی بیشتر است و در نتیجه منابع مالی داخلی کمتری به دلیل توزیع سود نقدی بیشتر در دسترس خواهد بود و شرکت مورد نظر به تامین مالی از طریق سایر منابع مالی نظیر تسهیلات نیاز پیدا خواهد کرد.

یافته‌ها در مورد فرضیه چهارم نشان می‌دهد که بین نسبت مالکیت خصوصی و محدودیت در تامین مالی رابطه معناداری وجود ندارد. به بیانی دیگر، اگر بزرگترین مالک یک شرکت را اشخاص حقوقی غیردولتی یا اشخاص حقیقی تشکیل دهند نمی‌توان در خصوص محدودیت در تامین مالی آن اظهار نظر نمود. یکی از دلایل رد این فرضیه نحوه تعریف عملیاتی و اندازه‌گیری متغیر مالکیت خصوصی در این تحقیق باشد. چرا که در این تحقیق منظور از مالکیت خصوصی این است که بخش عمده مالکیت شرکت در اختیار اشخاص حقوقی غیردولتی یا اشخاص حقیقی است. به بیانی دیگر، در این حالت مالکیت شرکت نه کاملاً در تملک افراد حقیقی است و نه کاملاً در تملک اشخاص حقوقی.

این فرضیه بدین صورت بیان شد که بین تمرکز مالکیت و محدودیت در تامین مالی رابطه معنی‌داری وجود دارد. یافته‌ها حاکی از تأیید این فرضیه است؛ بدین معنی که بین نسبت تمرکز مالکیت و محدودیت در تامین مالی رابطه معنی‌دار مثبتی وجود دارد. این بدان مفهوم است که هر چقدر مالکیت شرکت متمرکزتر باشد یا به عبارتی هر چقدر بخش عمده مالکیت یک شرکت در اختیار افراد کمتری باشد، شرکت مورد نظر از نظر تامین مالی دارای محدودیت بیشتری خواهد بود. این یافته را می‌توان بدین صورت تفسیر نمود که با افزایش تمرکز مالکیت اتکاء شرکت‌ها به تامین مالی از طریق بدهی افزایش می‌یابد چون مالکین به منظور جلوگیری از دست دادن کنترل خود بر شرکت تمایل کمتری به فروش سهام جدید دارند؛ بنابراین عملاً دسترسی چنین شرکت‌هایی به سایر منابع مالی از جمله انتشار سهام جدید از دست می‌رود و در نتیجه محدودیت در تامین مالی نیز افزایش می‌یابد.

نتایج پژوهش در خصوص متغیرهای کنترلی نشان داد به طور کلی بین اندازه شرکت با محدودیت در تامین مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی معناداری وجود دارد. این نتایج با مبانی نظری پژوهش سازگاری کامل دارد؛ در حالی که بین متغیر عمر شرکت‌ها با محدودیت در تامین مالی آنها، رابطه مثبت معناداری برقرار است. برقراری رابطه مثبت بین عمر شرکت‌ها با محدودیت در تامین مالی آنها نشان می‌دهد در بورس اوراق بهادار تهران،

شرکت‌هایی که از قدمت بیشتری برخوردارند، در تأمین مالی محدودیت بیشتری دارند. این رابطه نشان می‌دهد در ایران به تأمین مالی شرکت‌های تازه تأسیس توجه بیشتری می‌شود.

با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق و مشخص شدن تأثیر طبقات مختلف مالکیت نظیر مالکیت دولتی، شرکتی و غیره بر محدودیت در تأمین مالی، پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در هنگام اخذ تصمیمات خرید و فروش و اعطای اعتبار به شرکت‌ها، ترکیب سهامداران را هم به عنوان یکی از متغیرهای مهم تصمیم در نظر داشته باشند.

با توجه به نتایج این پژوهش مبنی بر رابطه منفی بین اندازه شرکت و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌ها، به سازمانها و نهادهای تأمین‌کننده منابع مالی پیشنهاد می‌شود در راستای افزایش رونق بازار سرمایه و رشد اقتصادی، در خصوص تأمین مالی این گونه شرکت‌ها اقدامات لازم را انجام دهند.

بر اساس نتایج این پژوهش که حاکی از رابطه مثبت بین متغیر عمر شرکت‌ها و محدودیت در تأمین مالی آنها است و با توجه به اینکه منابع مالی کافی برای ادامه فعالیت شرکت‌ها مسئله‌ای حیاتی است، به مسئولان اقتصادی کشور پیشنهاد می‌شود در خصوص تأمین مالی شرکت‌هایی با قدمت طولانی‌تر، توجه بیشتری کنند.

منابع و مآخذ

۱. اعتمادی، حسین؛ باباجانی، جعفر؛ آذر، عادل و دیبانی، دیلمی، زهرا. (۱۳۸۸). تأثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۴(۱۵): ۵۹-۸۵.
۲. پوریان، حسن، (۱۳۷۱)، «تأمین مالی شرکت از طریق استقراض یا افزایش سرمایه»، گزارش هفتگی بورس، شماره ۶۹، تهران، انتشارات سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ص ۱۹-۱۴.
۳. رهنمای رودپشتی، فریدون، اصلانی، عظیم (۱۳۸۷). بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و روش‌های تأمین مالی و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مدیریت، شماره ۸۷، ص ۵۳-۴۵.
۴. زمانی عموقین، رامین و مصطفی افشار. (۱۳۹۲). "آزمون تجربی رابطه الگوهای تأمین مالی بر شاخصهای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز، موسسه بین‌المللی آموزشی و پژوهشی خوارزمی.
۵. زنجیردار، مجید، خادمی، احمد. (۱۳۹۲). "مطالعه تأثیر محدودیت‌های مالی بر چسبندگی هزینه‌ها"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.
۶. شعبانی، داود. (۱۳۹۳). "تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز، دانشکده اقتصاد و حسابداری.
۷. کاشانی پور، محمد، نقی نژاد، بیژن. (۱۳۹۳). "بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد"، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال اول، شماره ۲، صص ۷۲-۹۴.
۸. کنعانی امیری، منصور (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و بازده سهام در بازار سرمایه ایران، دومینارنامه دانشور رفتار، سال چهارم، شماره ۲۶.

9. Almeida, H., Campello, M. and Weisbach M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4): 1777–1804.
10. Anderson, R. C., Mansi, S. & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3): 315-342.
11. Davidson, R., Goodwin-Stewart, J. and P., Kent. 2005. "Internal governance structures and earnings management", *Accounting and Finance* 45: 241-67.
12. Delios, A., & Wu, Z. J. (2005). Legal person ownership, diversification strategy and firm profit-ability in China. *Journal of Management and Governance*, 9(2), 151–169.
13. Demsetz, H., & B. Villalonga. (2001). Ownership structure and corporate performance, *Journal of Corporate Finance*, Vol.7, pp: 209-233.
14. Denis, Diane K. and McConnell, John J., (2003), "International CorporateGovernance", ECGI Finance Working Paper; and Tuck-JQFAContemporary Corporate Governance Issues II Conference.No.05/2003.
15. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 83 (3), 599–634.
16. Dongmei, L. (2009). Financial constraints, R&D investment, and stock returns:theory and evidence. Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania.
17. Drobetz, W., Grüninger, M.C., Hirschvogl, S., (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking and Finance* 34, 2168–2184.
18. Edmans, A., (2009). "Blockholder trading, market efficiency and managerial myopia". *Journal of Finance*.[^], 227–260.
19. Kaplan, S.N. & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1): 169-215.
20. King, M., & E. Santor. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firm, *Journal of Banking and finance*, Vol.32, pp: 2423-2432.
21. Kumar, J. (2004). Does ownership structure influence firm value? Evidence from India. *The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, 9, 61-99.

The Relationship between corporate ownership Structure and financing constraints of Listed Companies in Tehran Stock Exchange

Davood Khodadadi¹
Seyyed Ahmad Ardakan^{*2}

Date of Receipt: 2020/10/21 Date of Issue: 2020/11/02

Abstract

Corporate ownership structure is one of the major mechanisms of corporate governance to control managers and reduce agency conflict that can influence investment decisions of creditors and investors. The relationship between ownership structure and other variables has always been one of the most important issues in the field of financial literature. The purpose of this research is to study the relationship between ownership structure and constraint in financing of Tehran listed firms. This research is applied in terms of purpose. It is in the class of post- event researches in terms of methodology. We selected 105 Tehran listed firms in 2014-2018 time periods to test the hypotheses of research. We statistically tested the hypotheses of research using regression analysis, correlation test and combined data. Findings of research shoe that there is a meaningful and negative relationship between the proportion of state ownership and the proportion of state ownership and the proportion of corporate ownership with constraint in financing. There is a meaningful and positive relationship between the proportion of individual ownership and the percentage of ownership concentration with constraint in financing. In addition, there is not a meaningful relationship between the proportion of private ownership and constraint in financing.

Keywords

ownership structure, constraint in financing, KZ criterion

1. Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University, Bandar Abbas Branch, Bandar Abbas, Iran.

2. Ph.D Student in Accounting, Islamic Azad University, Bandar Abbas Branch, Bandar Abbas, Iran.