

بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

زهرا مصطفوی قهفرخی^۱، مجتبی‌ی طلبیان چالش‌تری^۲

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد فارس

^۲ عضو هیئت‌علمی گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور مرکز فارس

چکیده

هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها از طریق وام در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نقش تعیین‌کننده ایفا می‌کند. دستیابی به نرخ هزینه مناسب در تعیین ترکیب بهینه ساختار مالی شرکت‌ها به‌ویژه در کسب نتایج مطلوب از عملیات به شکل سودآوری از اهمیت خاص برخوردار می‌باشد. از طرف دیگر اعتباردهندگان در برآورد ریسک عدم پرداخت، ساختار مالکیت موجود در شرکت‌ها را مدنظر قرار می‌دهند؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت کیفیت ساختار مالکیت بر هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها از طریق وام شرکت‌ها تأثیر دارد. هدف این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور اطلاعات مالی ۱۱۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ به روش داده‌های ترکیبی مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد تأثیر نظارت نهادی بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام، معکوس و معنادار است و همچنین تأثیر مالکیت مدیریتی بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام، معکوس و معنادار است. دیگر یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که تأثیر کنترل نهادی بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام، مثبت و معنادار است.

واژه‌های کلیدی: سهامداران نهادی، سهامداران نهادی نظارتی، سهامداران نهادی کنترلی، مالکیت مدیریتی، هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام.

۱- مقدمه

ایران کشوری در حال توسعه است که در جهت نیل به توسعه و پیشرفت، نیازمند سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه در سطح کلان و خرد است. پیشرفت در صنعت هر کشور و رشد تولیدات مستلزم برنامه‌های؛ سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت هستند که از طریق آن می‌توان به پشتوانه‌های عظیمی در اقتصاد هر کشور نیز دست‌یافت. از جمله تغییرات بنیادی در محیط اقتصادی ایران می‌توان به شفافیت و کیفیت مطلوب اطلاعات مالی که پایه و اساس تصمیم‌گیری‌های بهینه اقتصادی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و به‌طور اعم استفاده‌کنندگان از اطلاعات است، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد. برای تأمین سرمایه موردنیاز این برنامه‌ها راه‌های متفاوتی وجود دارد که عمدتاً استفاده از بدهی یا سهام می‌باشد (بکپین و گادفرد^۱، ۲۰۰۹). طبق نظریه میلر و مودیگلیانی^۲ (۱۹۵۸) که چنین استدلال نمودند، شرکت‌ها از منابع مختلف تأمین مالی، ترجیحاً از استقراض استفاده می‌کنند. از طرفی ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف، متفاوت است. در بیش‌تر پژوهش‌ها بیان می‌شود که بخشی از مالکیت در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد و بخش دیگر از سهام در اختیار مدیران و قسمتی در اختیار سهامداران عمده می‌باشد، اما پژوهش‌گران همواره دنبال این موضوع هستند که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود که علاوه بر این نظارت نهادی و کنترل نهادی تا چه حد می‌توانند وضع آتی را پیش‌بینی کنند. طبق پژوهش هو لیان^۳ (۲۰۰۶) که چنین استدلال نمودند، مالکیت نهادی ارزشمندی صورت‌های مالی را ترویج داده و اجازه تفسیر آسان به بستانکاران تجاری که خارج از حیطه نظارت سهامداران نهادی می‌باشند را می‌دهد و این امر می‌تواند بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام اثرگذار باشد. پی بردن به وجود رابطه بین ساختار مالکیت و تأثیر آن بر افزایش و کاهش هزینه‌های تأمین مالی از طریق استقراض محدود به بازارهای ایران نبوده و سایر کشورها نیز در پی یافتن نوع این رابطه می‌باشند؛ بنابراین تشریح ساختار مالکیت اطلاعات ترازنامه را برای سرمایه‌گذاران شفاف‌تر می‌سازد و آنان را در تفسیر گزارش‌های حسابداری و ارزیابی صحیح وام‌گیرندگان یاری می‌دهد. بر این اساس در این پژوهش، هدف بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

۲- ادبیات تحقیق

سرمایه استقراضی عمدتاً شامل وام‌های رهنی تسهیلات بانکی، اوراق مشارکت و سایر بدهی‌های بلندمدت می‌گردد که توسط بانک‌ها و مؤسسات مالی و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی تأمین و اعطا می‌شوند. تسهیلات بانکی با اخذ تضمین یا بدون آن توسط بانک‌ها به شرکت اعطا می‌شود و طی اقساط بازپرداخت می‌گردد (هامپتون ۱۳۷۵؛ ترجمه و کیلی فرد). شرکت‌ها از منابع مختلف تأمین مالی، ترجیحاً از استقراض استفاده می‌کنند زیرا استفاده بیش‌تر از استقراض مزیت مالیاتی برای آن‌ها ایجاد می‌کند و ارزش شرکت تابع مستقیم، میزان استقراض شرکت می‌شود. به دلیل کم‌تر بودن ریسک تأمین مالی از طریق استقراض، بازده مورد انتظار اعتباردهندگان نیز کم‌تر از بازده مورد انتظار سهامداران است؛ بنابراین تأمین مالی از طریق استقراض باید دارای تعادل بوده و در صورتی که این تعادل وجود نداشته باشد، به‌طور مثال تأمین مالی از طریق وام بیش‌تر از حد مجاز باشد منجر به افزایش هزینه سرمایه شده که در نهایت سودآوری شرکت را کاهش می‌دهد (سلیم و یاداو^۴، ۲۰۱۲). از سوی دیگر ساختار سرمایه در پی رسیدن به حدی از تعادل در تأمین مالی است تا بتواند در آن نقطه ارزش سهام شرکت را به حداکثر رسانیده و در مقابل هزینه تأمین مالی نیز به حداقل ممکن کاهش دهد (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۰). عموماً یکی از تئوری‌های موجود در حوزه ساختار سرمایه نیز دیدگاه‌های متفاوتی در مورد تنوع ساختار مالکیت شرکت هم‌چنین روش‌های

1- Bokpin and Godfred
2-Miller and Modigliani
3-Hu and Liyan
4-Salim and Yadav

تأمین مالی در شرکت‌ها مطرح می‌کند (لیم و همکاران، ۵، ۲۰۱۴). به‌طور مثال در تئوری نمایندگی همواره این ابهام وجود دارد که منافع سهامداران با منافع مدیران در یک راستا نباشد یعنی سهامداران به دنبال کسب حداکثر بازده هستند و از طرف دیگر مدیران نیز به دنبال فرصت‌طلبی و افزایش مزایای خود به جیب سهامداران می‌باشند بنابراین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی شکل‌گرفته تا ارزش شرکت حفظ شود (حساس یگانه و احمدی، ۱۳۹۲). شرکتی که هیچ‌گونه بدهی ندارد یک شرکت با ساختار سرمایه مطلوب محسوب می‌شود به‌گونه‌ای که مدیران مالی نسبت به دریافت وام و اثرات آن بسیار حساس و دقیق هستند به همین علت این سؤال مطرح می‌شود که شرکت چه اندازه باید از بدهی استفاده کند و این که آیا معیار مشخصی برای میزان بدهی در ساختار سرمایه شرکت وجود دارد (سینایی، ۱۳۸۶). حال که پژوهش‌گر به دنبال رابطه ساختار مالکیت بر تصمیمات مالی شرکت‌ها می‌باشد بنابراین انتظار می‌رود بین وجود ساختار مالکیت با تصمیمات ساختار سرمایه و به تبع آن هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام ارتباط برقرار شود. پس می‌توان گفت ساختار مالکیت که ترکیبی از اشخاص حقیقی یا حقوقی هستند بر تصمیمات عملیاتی و استراتژیک یک شرکت تسلط و حکم‌فرمایی دارند (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷) و یکی از اجزاء ساختار مالکیت، سهامداران نهادی بزرگ می‌باشند که دارای توانایی و قدرت لازم جهت جمع‌آوری اطلاعات و نظارت مدیریتی هستند (شلایفر و ویشنی، ۱۹۹۷، ۶). یکی دیگر از پارامترهای ساختار مالکیت، مالکیت مدیریتی است. مدیران با مالکیت کم‌تر ترجیح می‌دهند از بدهی‌های بلندمدت استفاده نمایند به این علت که از نظارت برون سازمانی‌ها در امان باشند، بنابراین بدهی کم‌تر ریسک کم‌تر و هزینه استقراض کم‌تر به دنبال دارد (حاجیه و اخلاقی، ۱۳۹۲). در ادبیات حاکمیت شرکتی که یک بحث چند حوزه‌ای است دو نگرش در مورد سرمایه‌گذاران نهادی وجود دارد؛ فرضیه نظارت کارآمد که بیان می‌کند با سرمایه‌گذاری بیشتر سهامداران نهادی نظارت کاراتری بر شرکت اعمال می‌کند و بسیاری از مشکلات نمایندگی رفع می‌گردد (ارسلان و همکاران، ۲۰۰۶، ۷). فرضیه هم‌گرایی منابع که بیان می‌کند سهامداران نهادی بزرگ اتحاد و پیوستگی استراتژیکی با مدیریت دارند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). پس می‌توان نتیجه گرفت شرکت‌ها با ساختار مالکیت مناسب می‌توانند از نسبت بدهی به‌منزله‌ی نشانی از سلامت مالی شرکت استفاده کنند به این صورت که در شرکت‌هایی که دارای توانایی مالی و رشد فروش هستند، هرچه وضعیت مالی شرکت بهتر باشد، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد. البته تأثیر سلامت مالی بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، در مجموع شرکت‌ها نیز پذیرش شده است (فنجی و همکاران، ۲۰۱۴، ۸).

لیوگو (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان "مالکیت داخلی و هزینه بدهی سرمایه: شواهدی از وام‌های بانکی در کشور هلند"، به بررسی این موضوع پرداخته است. آن‌ها در این مطالعه بیان کرده‌اند که تئوری نمایندگی پیش‌بینی کرده است که انگیزه برای سهامداران خودی به‌منظور دستیابی به منافع شخصی به هزینه طلبکاران، به‌صورت منفی به سطح مالکیت حفظ‌شده توسط سهامداران خودی مربوط می‌شود. با این حال، توانایی سهامداران خودی برای کنترل مؤثر بر منابع شرکت و این چنین فعالیت‌هایی به‌طور مثبت به سطح مالکیت آن‌ها مربوط می‌شود.

لیم و همکاران (۲۰۱۴)، در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ارتباط آن با انتخاب روش‌های تأمین مالی از طریق وام" در ۹۸۳۱ شرکت در ۲۰ کشور از ابتدای سال ۲۰۰۱ تا پایان ۲۰۱۰ انجام پرداختند. در این پژوهش از رگرسیون وثایق موردنیاز نیز اثرگذار خواهد بود. به عبارتی شرکت‌های با ساختار مالکیت نهادی بیش‌تر به سمت تأمین اعتبار از محل بدهی‌های عمومی تمایل دارند.

-
- 5-Lim and al
 - 6-Shleifer and Vishny
 - 7-Arsalan et al
 - 8-Fengyi et al
 - 9-Lugo

نلسون و وارو^{۱۰} (۲۰۱۴)، در پژوهشی با عنوان "عوامل مؤثر بر کیفیت حاکمیت شرکتی" با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۲۴۳ شرکت - سال مشاهده از مجموع شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس سهام کنیا در فاصله زمانی سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۱۰ به بررسی ارتباط بین متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری، فرصت‌های سرمایه‌گذاری باکیفیت حاکمیت شرکتی پرداخت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها از ضریب همبستگی چندگانه، ضریب تعیین و الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شد. این نتایج حاکی از آن بود که بین کیفیت حاکمیت شرکتی با سودآوری، اندازه شرکت و اهرم مالی رابطه مثبت معناداری وجود دارد اما باین حال بین فرصت‌های سرمایه‌گذار شرکت باکیفیت حاکمیت شرکتی رابطه معناداری مشاهده نگردید.

مرادی (۱۳۹۳)، در پژوهشی به "بررسی تأثیر مالکیت و استقلال هیئت‌مدیره بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" پرداخت. دوره زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۱ می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد استقلال هیئت‌مدیره تأثیر منفی و معناداری بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق بدهی داشته ولی تمرکز مالکیت تأثیر منفی و معناداری بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق بدهی ندارد.

حائری و همکاران (۱۳۹۱)، مطالعه‌ای با موضوع مبانی نظری روش‌های تأمین مالی، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه انجام داده‌اند. در این مقاله به بررسی روش‌های تأمین مالی، هزینه سرمایه و تئوری‌های مرتبط به آن پرداخته می‌شود. هم‌چنین اهمیت رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش کل شرکت از دیدگاه مدیریت بیان می‌گردد، زیرا می‌توان با استفاده از ساختار سرمایه و ارزش کل شرکت تأثیر گذاشت و با در نظر گرفتن مفروضات خاص و با مشخص کردن نحوه استنباط یا پنداشت سرمایه‌گذاران و واکنش آنان نسبت به درجه تغییرات ریسک مالی می‌توان ساختار مطلوب سرمایه شرکت را تعیین نمود ولی به‌طور کلی نمی‌توان تضاد منابع دارندگان اوراق قرضه و سهام عادی شرکت را به‌طور کامل حل کرد.

احمد پور و کاشانی (۱۳۸۹)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین برخی از شاخص‌های حاکمیت شرکتی با هزینه بدهی از طریق استقراض پرداختند که نتایج پژوهش آن‌ها به رابطه مستقیم بین میزان نظارت کارای اعمال‌شده از طریق هیئت‌مدیره و سهامداران نهادی به فرصت‌طلبی مدیریت از طریق انتقال منابع به زبان اعتباردهندگان می‌باشد. هم‌چنین آن‌ها نشان دادند که کیفیت اثرگذاری شاخص‌های حاکمیت شرکتی بر ریسک اطلاعاتی اعتباردهندگان و ریسک عدم پرداخت تعهدات تأثیرگذار می‌باشد.

با توجه به این‌که در ایران پژوهش‌هایی به رابطه ساختار مالکیت با ساختار سرمایه همانند پژوهش اسدی و همکاران (۱۳۹۰)، شده و نتایج کلی به‌دست‌آمده است. لذا، پژوهش حاضر برای بررسی دقیق‌تر اثر ساختار مالکیت بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام را مورد آزمون قرارداد. از طرفی هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام به‌عنوان متغیر وابسته استفاده‌شده است؛ بنابراین با در نظر گرفتن موارد مذکور، این پژوهش با پژوهش‌های انجام‌شده قبلی متمایز خواهد بود. به‌طور کلی با تشریح مبانی نظری گفته‌شده و با بررسی پژوهش‌های خارجی و داخلی انجام‌شده به‌ویژه پژوهش هو لیان (۲۰۱۶)، پژوهش پیش‌رو به دنبال پی پاسخ به این سؤال است که آیا ساختار مالکیت بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران اثرگذار است؟

بر این اساس سه فرضیه به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: نظارت نهادی بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر منفی دارد.

فرضیه دوم: کنترل نهادی بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

فرضیه سوم: مالکیت مدیریتی بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

۳- روش تحقیق

این پژوهش از نظر هدف کاربردی است زیرا نتایج آن می‌تواند گروه‌های محقق مورد استفاده قرار گیرد. همچنین این پژوهش از نظر ماهیت روش از نوع توصیفی همبستگی است زیرا از یک طرف وضع موجود را توصیف می‌کند و از طرف دیگر با استفاده از تحلیل رگرسیون همبستگی بین متغیرها را کشف می‌کند. از نظر نحوه استدلال استقرایی است زیرا از مشاهدات جزئی سعی دارد نتایج کلی استخراج کند. از نظر بعد زمانی پس رویدادی است زیرا متغیرهای پژوهش بدون دخالت مستقیم یا غیرمستقیم در گذشته اتفاق افتاده است. از نظر طول مدت زمان داده‌های ترکیبی است و از نظر ماهیت پژوهش اصیل و دست‌اول است. از نظر رویکرد انجام طبیعت‌گرایانه (تجربی) است و از نظر ماهیت داده‌ها کمی است. از نظر روش جمع‌آوری داده‌ها کتابخانه‌ای و اسناد کاوی است و از نظر روش تحلیل داده‌ها در طبقه روش‌های آماری است.

۳-۱- متغیرهای تحقیق

در این پژوهش هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام به‌عنوان متغیر وابسته، مالکیت نهادی (نظارتی و کنترلی) و مالکیت مدیریتی به‌عنوان متغیرهای مستقل و اندازه وام، دارایی کل، دارایی‌های مشهود، نرخ بازده دارایی‌ها، اهرم مالی، نوسان وجه نقد و Z-ورشکستگی آلتمن به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است.

متغیر (های) وابسته

در این پژوهش طبق پژوهش‌های هو و لیان (۲۰۱۶) از مدل هزینه بدهی برای برآورد هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام استفاده می‌شود. مبنای نظری این مدل بر این نکته استوار است که متغیرهایی مانند هزینه بهره، متوسط وام‌های دریافتی طی دوره باید هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام را توجیه کند در این پژوهش برای اندازه‌گیری هزینه‌های تأمین مالی شرکت از طریق وام از نسبت هزینه بدهی برگرفته از کتاب تهرانی (۱۳۹۰) و رابطه‌های ذیل محاسبه می‌گردد.

$$\text{رابطه (۱-۱)} = \frac{\text{هزینه بهره}}{\text{متوسط وام‌های دریافتی طی دوره}} = \text{هزینه بدهی}$$

$$\text{رابطه (۱-۲)} = \frac{\text{وام اول دوره} + \text{وام آخر دوره}}{2} = \text{متوسط وام‌های دریافتی}$$

متغیر (های) مستقل

متغیرهای مستقل این پژوهش ساختار مالکیت است که شامل مالکیت نهادی (نظارتی و کنترلی) و مالکیت مدیریتی می‌باشد. **سهامداران نهادی (IO):** که بر اساس بند ۲۷ ماده‌ی یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، سرمایه‌گذاران نهادی شامل بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی، اعضاء هیئت‌مدیره و مدیران ناشر یا مالکیت این از سهام شرکت مشخص گردیده است.

سهامداران نهادی نظارتی (Institutional controlling): مجموع درصد سهامداران نهادی هستند که به شکل فعال در شرکت حضور دارند.

سهامداران نهادی کنترلی (Institutional monitoring): که باید دو شرط زیر را توأم همراه داشته باشند:

- ۱- (Top5): جمع درصد پنج سهامدار نهادی بزرگ.
 - ۲- (Block): مجموع سهام‌دارانی که بیش از پنج درصد سهام منتشره شرکت سرمایه پذیر رادارند (هو و لیان، ۲۰۱۶).
- مالکیت مدیریتی (MO): درصد سهام متعلق به مدیرعامل و اعضای هیئت‌مدیره.
- متغیر (های) کنترلی

-اندازه وام (Loan Size): که مبلغ ریالی وام اخذشده است.

-کل دارایی‌ها (Total Assets): برابر است با لگاریتم ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

-دارایی‌های مشهود (Tang): برابر است با جمع دارایی ثابت تقسیم بر کل دارایی‌ها.

-نرخ بازده دارایی‌ها (ROA): سود خالص عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌ها.

Z-ورشکستگی آلتمن (Z-SCORE): در پژوهش‌های ایرانی مانند پژوهش کردستانی و همکاران (۱۳۹۳)، از Z آلتمن به‌عنوان ورشکستگی استفاده شده است.

$$Z=1.2x1 + 1.46x2 + 2.2x3 + 0.999x4$$

X1=نسبت خالص سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها

X2=نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها

X3=نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها

X4=نسبت فروش به کل دارایی‌ها می‌باشد.

توان پیش‌بینی مدل آلتمن ۹۵ درصد می‌باشد. هرچه شاخص Z حاصل‌شده برای شرکت کم‌تر باشد وضعیت مالی نامطلوب در آن شرکت بیش‌تر است به‌نحوی که اگر مقدار به‌دست‌آمده کمتر از ۱.۸ باشد شرکت ورشکست خواهد شد؛ بنابراین به شرکتی که ورشکسته باشد عدد یک در غیر این صورت صفر تخصیص می‌یابد.

-نوسان وجه نقد (Cash Flow Vol): انحراف معیار جریان‌ات نقدی به کل دارایی‌ها در پنج سال گذشته

$$\text{اهرم مالی (LEV)} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی‌ها}}{\text{ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان دوره}}$$

مدل و روش‌های آماری مورد استفاده

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از دو سطح آمار توصیفی و استنباطی استفاده خواهد شد. در سطح آمار توصیفی از ویژگی‌هایی نظیر میانگین، میانه و انحراف معیار به توصیف نمونه آماری و در سطح آمار استنباطی از مدل‌های رگرسیونی به روش داده‌های ترکیبی برگرفته از مدل هو ولیان (۲۰۱۶) استفاده خواهد شد.

مدل (۱)

$$\text{Cost of debt}_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Institutional monitoring}_{j,t-1} + \beta_2 \text{Institutional Controlling}_{j,t-1} + \beta_3 \text{MO} + \beta_4 \text{LOAN SIZE}_{i,t-1} + \beta_5 \text{TA} + \beta_6 \text{LEV} + \beta_7 \text{Z-SCORE} + \beta_8 \text{TANG} + \beta_9 \text{ROA} + \beta_{10} \text{CASH FLOW-VOL} + \epsilon_{i,j,t}$$

نحوه محاسبه متغیرهای مورد استفاده در مدل در قسمت‌های قبلی توضیح داده شده است.

جامعه آماری و انتخاب نمونه

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های فعال پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دلیل این انتخاب توان دسترسی به اطلاعات مالی این شرکت‌ها و همگن‌تر بودن آن‌ها به خاطر وجود مقررات و استانداردهای سازمان بورس اوراق

بهادار تهران است. در این پژوهش به منظور انجام آزمون‌های موردنظر دوره زمانی پژوهش بین سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ محدود می‌شود. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و دشواری‌های خاص حاصل از آن هم‌چنین وجود برخی ناهمگنی‌ها میان اجزاء جامعه در ارتباط با داده‌های موردنیاز پژوهش از روش حذف هدفمند استفاده خواهد شد. بدین منظور، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر بوده جزء نمونه آماری لحاظ خواهد شد و آن دسته از شرکت‌هایی که این ضوابط را نداشته‌اند از نمونه آماری حذف خواهند شد. شرایط مذکور به شرح زیر است:

۱. به دلیل همسانی تاریخ گزارشگری، حذف آثار فصلی و افزایش قابلیت مقایسه، اطلاعات دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشد.
 ۲. در دوره زمانی موردپژوهش حداقل هر سه ماه یک‌بار سهام آن‌ها مورد مبادله واقع شده باشد.
 ۳. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گر مالی و هلدینگ و موارد مشابه نباشد.
 ۴. در طول دوره موردبررسی، هیچ‌گونه توقف فعالیت و تغییر سال مالی نداشته باشد.
 ۵. شرکت‌ها به منظور به‌کارگیری و تعیین حجم نمونه قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و تا پایان سال ۱۳۹۴ از بورس خارج نشده باشد.
 ۶. شرکت‌ها به منظور قابلیت اتکا و صحت اطلاعات آن‌ها غیر تلفیقی و حسابرسی شده باشد.
 ۷. صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی به منظور دسترسی به داده‌های مربوط به‌طور کامل در دسترس باشد.
- در این پژوهش بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۱۸ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۴ به‌عنوان جامعه غربال‌گری شده باقی‌مانده است که تمامی آن‌ها به‌عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده‌اند. برای جمع‌آوری مبنای نظری موضوع از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. بدین منظور اطلاعات مربوط به کتاب‌شناسی پژوهش با استفاده از کتاب‌ها و مقالات موجود در کتابخانه دانشگاه‌ها جمع‌آوری گردید. ابزار جمع‌آوری این منابع تهیه فیش‌های موردنظر است. در این پژوهش به منظور جمع‌آوری اطلاعات موردنیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش از روش اسناد کاوی استفاده شده است. در این راستا برای جمع‌آوری داده‌های موردنیاز از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. اطلاعات منتشرشده در وبسایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران و وبسایت کدال، بسته‌های نرم‌افزاری موجود مانند ره‌آورد نوین و دیگر منابع اینترنتی مرتبط از ابزار گردآوری اطلاعات در این پژوهش است. ابزار جمع‌آوری داده‌ها نرم‌افزار صفحه گسترده Excel است.

۴- نتایج تحقیق

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه‌ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیش‌تر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شود. برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها شامل؛ کم‌ترین، بیش‌ترین، تعداد، میانگین و انحراف معیار این متغیرها طی دوره پژوهش و قبل از همگن سازی داده‌ها در جدول شماره (۱) بیان شده است.

جدول شماره (۱). آمار توصیفی تمامی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
اهرم مالی	LEV	۵۸۱	۰.۷۲۱۳۲۹	۰.۳۳۹۶۸۴	۰.۶۸۵۶۲۱	۲.۸۰۷۳۸۳
اندازه وام	LOAN	۵۸۱	۱۰۸۲۹۰۰	۳۹۲۱۲۷.۹	۲۰۰۰۱۰	۳۹۵۴۲۹۷۱
دارایی‌های مشهود	TANG	۵۸۱	۰.۲۱۹۲۵۲	۰.۱۸۴۵۵۷	۰.۱۶۹۰۷۲	۰.۸۵۷۳۲۱

۱.۰۳E+۰۸	۸۵۵۷۲۸.۰	۱۱۱۶۲۰۱۹	۵۳۴۰۷۶۹۱.۰	۵۸۱	Total	کل دارایی‌ها
۰.۶۲۰۳۸۳	۰.۶۰۴۳۰۴	۰.۱۵۷۴۸۵۷	۰.۰۶۴۲۸۰	۵۸۱	ROA	نرخ بازده دارایی‌ها
				۵۸۱		Z ورشکستگی آلتمن
۸.۰۸۹۵۳	۲.۰۱۵۴۸	۲.۰۳۲۱۸	۳.۳۲۱۸۷		Z	
۱۶۳۹۳۵۶.	۵۴۳۷.۰۵۹	۱۴۳۴۷۲.۷	۴۰۷۰۷.۳۹	۵۸۱	VOL	نوسان وجه نقد
						هزینه تأمین مالی از طریق وام (میلیارد ریال)
۱۹۷۷۱۴۸۶	۱۰۰۰۰۵.۰	۱۹۶۰۶۳۹.	۵۴۱۴۵۰.۱	۵۸۱	COST	
۱.۰۰۰۰۰۰	۰.۷۴۱۲۰۰	۰.۳۰۲۷۷۷	۰.۶۴۸۲۴۲	۵۸۱	Institutional monitoring	نظارت نهادی
۰.۹۹۴۵۰۰	۰.۷۰۷۵۰۰۰	۰.۲۹۱۸۰۲۴	۰.۶۱۴۷۰۷۷	۵۸۱	Institutional controlling	کنترل نهادی
۰.۹۷۰۹۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۲۴۵۰۶۰۰	۰.۱۱۰۰۸۰۸۳	۵۸۱	MO	مالکیت مدیریتی

همان‌طور که در جدول شماره (۱) نشان می‌دهد، تعداد مشاهدات در طول سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ برای هر متغیر شامل داده‌های مربوط به ۱۱۸ شرکت در طول ۵ سال می‌باشد. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای اهرم مالی برابر با ۰/۷۲ می‌باشد که نشان می‌دهد بیش‌تر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به عبارت دیگر؛ میزان بدهی شرکت‌های مورد بررسی نسبت به دارایی‌هایشان، به‌طور میانگین برابر با ۷۲ درصد می‌باشد. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر نرخ بازده دارایی‌ها برابر با ۰/۱۵ و برای متغیر کل دارایی برابر با ۱۱۱۶۲۰۱۹ می‌باشد که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، این دو متغیر به ترتیب دارای کم‌ترین و بیش‌ترین میزان پراکندگی می‌باشند. نوع داده‌های پژوهش حاضر، داده‌های ترکیبی است. در این نوع داده‌ها به‌منظور انتخاب روش داده‌های تابلویی و تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شده است. سطح معناداری آزمون F لیمر برابر ۰.۰۰۰ است که کم‌تر از ۵ درصد و بیان‌گر پذیرش داده‌های تابلویی می‌باشد. در صورت انتخاب داده‌های تابلویی با اثرات از آزمون هاسمن استفاده می‌شود تا مشخص شود اثرات تصادفی یا ثابت است. در این پژوهش مقدار سطح معنی‌داری آزمون هاسمن برای مدل برابر ۰.۰۰۰ است و کم‌تر از ۵ درصد می‌باشد که بیان‌گر ثابت بودن اثرات عرض از مبدأ است. برای آزمون مفروضات رگرسیون، جهت بررسی ناهمسانی واریانس پسماندها، از آزمون والد تعدیل‌شده استفاده شده است. نتایج حاصل نشان داد که سطح معناداری آزمون والد تعدیل‌شده در مدل پژوهش (۰.۰۰۰) کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیان‌گر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال است که این مشکل در تخمین نهایی مدل رفع گردید. جهت آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون والد ریج استفاده شده است. سطح معناداری آزمون والد ریج برای مدل برابر ۰.۴۲ است و نشان‌دهنده احتمال بالاتر از ۰.۰۵ و بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی سریالی بین جملات اخلال می‌باشد. جهت نرمال بودن متغیرها از آزمون جاریکوبرا استفاده شده و برای بررسی هم خطی بودن متغیرهای مستقل پژوهش از آزمون

عامل تورم واریانس و برای بررسی مانایی متغیرها از آزمون پسران و لوین، لین و چو استفاده شد. جهت محاسبه متغیرهای پژوهش و انجام آزمون‌های فوق از نرم‌افزار صفحه گسترده Excel و Eviews و Stata استفاده گردید. تحلیل و آزمون فرضیه‌های مربوط به مدل (۱) در جدول شماره (۲) نشان داده شده است:

جدول شماره (۲). تخمین نهایی مدل (۱)

متغیرها	نمادها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی‌داری
عرض از مبدأ	α	۷.۲۹۸۶۹۲	۰.۱۲۸۷۴۷۶	۵۶.۶۹	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	total	۰.۶۷۱۵۸۷۲	۰.۴۸۴۴	۱۳.۸۶	۰.۰۰۰
دارایی‌های مشهود	tang	-۰.۴۸۷۳۱۵۳	۰.۰۴۸۶۱۸۷	-۱۰.۰۲	۰.۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	roa	۰.۰۰۴۸۷۶۱	۰.۰۰۱۳۰۱۹	۳.۷۵	۰.۰۰۰
ورشکستگی آلتمن	z	۰.۰۰۲۹۷۸۳	۰.۰۰۰۵۵۹۵	۵.۳۲	۰.۰۰۰
نوسان وجه نقد	vol	۴.۸۴e-۰۷	۱.۲۰e-۰۷	۴.۰۴	۰.۰۰۰
کنترل نهادی	ic	۰.۰۰۴۵۰۸	۰.۰۰۱۸۹۰۹	۲.۳۸	۰.۰۱۷
نظارت نهادی	im	-۰.۹۶۴۹۸۸	۰.۰۲۱۴۹۵۷	-۴۴.۸۶	۰.۰۰۰
مالکیت مدیریتی	mo	-۰.۰۰۳۳۶۱۷	۰.۰۰۱۰۲۰۹	-۳.۲۹	۰.۰۰۱
اهرم مالی	Lev	۰.۰۰۲۵۳۵۵	۰.۰۰۴۶۵۸۷	۰.۵۴	۰.۵۸۶
اندازه وام	loan	۲.۷۰e-۰۸	۶.۳۱e-۰۹	۵۶.۶۹	۰.۰۰۰
تعداد مشاهدات		۵۴۶	ضریب تعیین	۰.۶۷۱۹	
تعداد مقاطع		۱۱۸	آماره والد	۶۲۵۹.۸۱	
تعداد دوره		۵	معناداری کل مدل (والد)	۰.۰۰۰۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج نشان‌گر این است که در این برآورد، داده‌های ۵۴۶ مشاهده که مربوط به ۱۱۸ شرکت هستند. آماره R^2 مدل برابر ۶۷ درصد می‌باشد و نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل پژوهش ۶۷ درصد تغییرات متغیر وابسته را می‌توانند توضیح دهند. هم‌چنین ضریب آماره والد برابر ۶۲۵۹ است و احتمال معناداری آن کم‌تر از ۰.۰۵ و برابر ۰.۰۰۰ می‌باشد که نشان‌دهنده معناداری کل مدل می‌باشد. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در جدول، ضریب مربوط به متغیر مستقل نظارت نهادی برابر با (-۰.۹۶) و در خصوص سطح معناداری این ضریب برابر با ۰.۰۰۰ و از ۵ درصد کوچک‌تر است. لذا، در سطح خطای ۵ درصد معنادار است و همگی نشان می‌دهد، فرض اول پژوهش رد نمی‌شود؛ یعنی با کاهش نظارت نهادی، هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام نیز کاهش می‌یابد. ضریب مربوط به متغیر مستقل کنترل نهادی برابر با ۰.۰۰۴ و سطح معناداری این ضریب برابر با ۰.۰۱۷ نشان می‌دهد، فرض دوم پژوهش رد نمی‌شود. در نتیجه این متغیر نسبت عکس با نظارت نهادی دارد یعنی با افزایش آن هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام افزایش می‌یابد. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در جدول، ضریب مربوط به متغیر مستقل مالکیت مدیریتی برابر با ۰.۰۰۳- و سطح معناداری این ضریب برابر با ۰.۰۰۱ نشان می‌دهد، فرض سوم

پژوهش رد نمی‌شود؛ با کاهش مالکیت مدیریتی هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام نیز کاهش می‌یابد. از طرفی نتایج آزمون-های آماری مدل پژوهش نشان داد که بین اندازه وام، کل دارایی‌ها نرخ بازده دارایی، Z ورشکستگی آلتمن، نوسان وجه نقد رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به نتایج آماری حاصل از فرضیه اول، افزایش نظارت نهادی موجب افزایش قدرت مالکان بر مدیریت و کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود، این عامل ارائه اطلاعات توسط مدیریت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، پس نظارت نهادی ارزشمندی صورت‌های مالی را ترویج داده و به بستنکاران تجاری که خارج از حیطه نظارت سهام‌داران نهادی می‌باشند، این اجازه را می‌دهد تا به راحتی گزارش‌های حسابداری را تفسیر کرده و نظارتی بر وام‌گیرندگان داشته باشند و در نهایت هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام را کاهش دهند. نقش هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام در این‌گونه تصمیمات تا حدی است که به‌عنوان معیار اصلی تصمیم‌گیری در خصوص، تصمیمات اعتبارسنجی به حساب می‌آید. با توجه به پژوهش هو و لیان (۲۰۱۶) که بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه بدهی پرداخت، حاکی از آن است که مشکل رابطه بین سهام‌داران و مدیران با نظارت نهادی کاهش می‌یابد که این یافته‌ها با ارزشمندی صورت‌های مالی سازگار است بدین معنا که بستنکاران تجاری اجازه تفسیر گزارشات حسابداری داده می‌شود که نتایج با نظارت بر وام‌گیرندگان و کاهش هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام فرضیه اول سازگار و مطابقت دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های لیوگو (۲۰۱۷) و اسدی و همکاران (۱۳۹۰) مطابقت دارد.

بنا به فرضیه دوم پژوهش، مهم‌ترین معیارهای کنترلی حاکمیت شرکتی حضور سهام‌داران نهادی در شرکت است که به علت درصد بالای مالکیت خود توانایی اعمال کنترل بر اقدامات شرکت را دارند و از طرفی توانایی شرکت‌ها در تعیین منابع مالی مناسب و تصمیم‌گیری صحیح در این خصوص از عوامل موفقیت شرکت‌ها به شمار می‌رود. افزایش سرمایه بیش‌تر از وام بانکی بر موفقیت شرکت‌ها تأثیر دارد و هزینه‌های تأمین مالی هنگامی که سهام‌داران قدرت کنترل بیش‌تری بر شرکت دارند بالاتر می‌باشد بنابراین هزینه‌های تأمین مالی را افزایش می‌دهند. با توجه به پژوهش هو و لیان (۲۰۱۶) که به بررسی سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه بدهی پرداخت، نتایج حاکی از آن بود که کنترل نهادی قوی باعث بالا رفتن نزاع و درگیری بین سهام‌داران بزرگ و مدیران می‌شود بر سیاست‌های تقسیم سود اثر بگذارد. یافته‌های این پژوهش با بالا رفتن هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام هنگامی که سهام‌داران قدرت کنترل بیش‌تری دارند مطابقت دارد. نتایج پژوهش نلسون و وارو (۲۰۱۴) که به بررسی عوامل مؤثر بر کیفیت حاکمیت شرکتی پرداخت با نتایج این پژوهش سازگار است. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش‌های لیوگو (۲۰۱۷) و رضایی دولت‌آبادی و صادق فلاح (۱۳۹۴) مطابقت دارد.

با توجه به نتایج آماری حاصل از فرضیه سوم، مدیران باهدف حداکثر نمودن ثروت سهام‌داران و به‌منظور فرار از بدهی‌ها علاقه-مند به عملکرد بلندمدت بوده لذا در پروژه‌های فاقد NPV مثبت سرمایه‌گذاری می‌کنند تا وام را در قالب سود سهام بین خود توزیع کنند. گرفتن وام بیش‌تر و ارزان‌تر، برای آن‌ها منافع بیش‌تری به دنبال دارد. با توجه به پژوهش جنسن و همکاران^{۱۱} (۱۹۹۲) که شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بالا، سطح بدهی و سود تقسیمی پایین‌تر انتخاب می‌کنند. یافته‌های این پژوهش با فرضیه سوم در راستای کاهش هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام مطابقت دارد. پژوهش چارلز پایوت^{۱۲} (۲۰۰۷) که معتقد است نظارت کارای هیئت‌مدیره باعث کاهش هزینه بدهی می‌شود و ناشی از جایگاه ویژه ساز کار حاکمیت شرکتی نزد اعتباردهندگان در تصمیم‌گیری نسبت به اعطا یا عدم اعطای اعتبار است، سازگار می‌باشد. نتایج این پژوهش هم‌چنین با پژوهش مردای (۱۳۹۳) سازگار است.

11-Jensen

12-Charles Piot

به مدیران مالی جهت کاهش هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام، سیاست‌های مبتنی بر جذب و افزایش سرمایه‌گذاران نهادی را که باعث افزایش نظارت و در نتیجه کاهش هزینه‌های اضافی شرکت می‌شود، توصیه می‌گردد و همچنین با جذب سهام‌داران نهادی که به شکل فعال در شرکت حضور دارند و باعث افزایش نظارت و از طرفی کاهش مشکل رابطه بین مدیران و سهام‌داران و تضاد منافع بین سهام‌داران بزرگ و سایر ذینفعان به‌ویژه بستانکاران تجاری می‌گردد را در پیش بگیرند. از آنجایی که رابطه مالکیت مدیریتی با هزینه تأمین مالی از طریق وام رد می‌شود. لذا، به مدیران مالی شرکت‌های نمونه آماری در بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌شود با گسترش سطح نظارت خود به‌ویژه در تصمیمات تأمین مالی، شرکت را به سمت تأمین مالی کم-هزینه سوق دهند تا حداکثر ثروت با کم‌ترین هزینه تأمین مالی تولید شود. در آخر داده‌های این پژوهش از بابت تورم تعدیل‌شده که باید در تعمیم نتایج احتیاط نمود و همچنین پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی سرعت تعدیل اهرم مالی بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام مورد توجه قرار گیرد.

منابع

۱. ابراهیم پور، مجتبی، بابا نژاد، حامد و میثم طالب تبار آهنگر. (۱۳۹۵). "بررسی رابطه بین نقدینگی و اهرم مالی بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (صنایع خودرو و ساخت قطعات، شیمیایی و دارویی)". *ماهنامه پژوهش‌های مدیریت و حسابداری*. ۶(۲۶): ۱۰۱-۸۰.
۲. تهرانی، رضا. (۱۳۹۰). "مدیریت مالی"، تهران: انتشارات نگاه دانش.
۳. چاوشی، کاظم؛ رستگار، محمد و محسن میرزایی. (۱۳۹۴). "بررسی رابطه اطمینان بیش‌ازحد مدیران و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده اوراق بهادار تهران". *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*. ۸(۲۵): ۲۹.
۴. حاجیه‌ها، زهره و حسینعلی اخلاقی. (۱۳۹۲). "بررسی ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت". *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*. ۶(۱۸): ۳۹-۵۶.
۵. حساس یگانه، یحیی و مرتضی احمدی. (۱۳۹۲). "رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی و محافظه‌کاری". *مجله مطالعات تجربی حسابداری مالی*. (۳۸).
۶. حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد و هدی اسکندر. (۱۳۸۷). "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت". *مجله حسابداری و حسابرسی*. (۱۵): ۵۲.
۷. رضایی دولت‌آبادی، حسین و راضیه صادق فلاح. (۱۳۹۴). "تحلیل تأثیر حضور سهام‌دار بزرگ بر تمایل بنگاه به واگذاری بلوکی سهام جهت تأمین مالی به روش همسان‌سازی نمره گرایش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*. ۹(۲۹): ۷۱.
۸. سینایی، حسینعلی. (۱۳۸۶). "بررسی تأثیر عوامل داخلی شرکت‌ها بر چگونگی شکل‌گیری ساختار سرمایه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار". *مجله حسابداری و حسابرسی*. (۶۳): ۴۸-۸۴.
۹. مرادی، مهدی. (۱۳۸۶). "بررسی رابطه بین اهرم مالی و هموارسازی سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله تحقیقات مالی*. (۲۴): ۹۹-۱۱۴.
۱۰. مرادی، مهدی. (۱۳۹۳). "بررسی تأثیر مالکیت و استقلال هیئت‌مدیره بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت (گرایش مالی)*. دانشگاه آزاد اسلامی واحد بناب.
۱۱. ملانظری، مهناز؛ حجازی، رضوان و محمد صحرایی. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع برون‌سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی*. ص ۸۶-۶۵.

۱۲. مهران، کاوه، وافی ثانی، جلال و محمد حلاج. (۱۳۹۰). "رابطه قراردادهای بدهی با اندازه شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. ۱۱۲-۹۷.
۱۳. نمازی، محمد و احسان کرمانی. (۱۳۸۷). "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه علمی-پژوهشی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. (۱۵): ۸۳-۱۰۰.
14. Arslan, O., Florackis, C., Ozkan, A. (2006). "The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from a Financial Crisis Period in an Emerging Market". *Emerging Markets Review*. (7): 320-338.
15. Bokpin G. Godfred A. (2009). "Macroeconomic Development and Capital Structure Decisions of Firms". *Studies in Economics and Finance*. Vol. 26, No. 2, pp. 129-142
16. Charles Piot. (2007). "Corporate governance audit quality and the cost of debt financing of French listed companies". Associate professor-montpellier business school 2007.
17. -Fengyi, L, Chung, W, Tzu Y. & C, Jheng. (2014). "The relation among accounting conservatism, institutional investors and earnings manipulation". *Economic Modelling*. 37(3): 164-174.
18. Hu Huajing, Yili Lian. (2016). "Institutional investors and the cost of bank loans". *Managerial Finance*. Vol. 42 No. 6, 2016, pp. 569-584
19. Jensen, G. Solberg, D. and Zorn, T. (1992). "Simultaneous Determination of Insider ownership, Debt, and Dividend Policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 27, No. 2, pp. 247-263.
20. Jensen, G. Solberg, D. and Zorn, T. (1992). "Simultaneous Determination of Insider ownership, Debt, and Dividend Policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 27, No. 2, pp. 247-263.
21. Lim, M. How, J & Verhoeven, P. (2014). "Corporate ownership, corporate governance reform and timeliness of earnings: Malaysian evidence". *Journal of Contemporary Accounting & Nankai University, Institute of Finance and Development*. No.84.
22. Lugo, Stefano. (2017). "Insider ownership and the cost of debt capital: Evidence from bank loans". *International Review of Financial Analysis xxx (2017) xxx-xxx*, Contents lists available at Science
23. Modigliani, F and M, Miller. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review*. Vol: (48) 261-297.
24. Nelson, M and Waweru. (2014). "Determinants of quality corporate governance in Sub-Saharan Africa". Downloaded by New York University at New York. (23):18-21.
25. Salim, mahfuzah & yadav, Raj. "Capital Structure and Firmperformance". Evidence From Malaysian Listed.
26. Shleifer, A. and R. W. Vishny. (1997). "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*. (52):737-387.
27. Sun, J., Ding, L., Guo, J., Li, Y., (2015). "Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from the UK". *The British Accounting Review*. Doi: 10.1016/j.bar.2015.04.001.

The Investigating Effect of Ownership Structure and the Cost of Bank Loans of Listed Companies in the Tehran Stock Exchange

Zahra MostafaviGhahfarokhi¹, Mojtaba MotalebiyanChaleshtori²

¹ Master of accounting students at Islamic Azad University

² Department of accounting, farsan branch, Payam Noor University, Iran

Abstract

The costs of bank loans play a crucial role in investment decisions. Obtaining an appropriate cost rate is essential in determining the optimal financial structure of corporate particularly when gaining profit from operations is set as objectives. On the other hand, creditors the Institutional investors while estimating risks of nonpayment. Thus, the Institutional investors influence the cost of debt. The present study investigates effect of Institutional investors and the cost of bank loans of Listed Companies in the Tehran Stock Exchange. The present study is an applied study that uses descriptive-correlation methodology. Population of the study includes all companies listed Tehran Stock Exchange from which 118 companies were sampled by systematic elimination in a span of 5 years from 2011 and 2015. The results of this study showed the effect of institutional monitoring on financing costs through loans is reverse and meaningful. The effect of managerial ownership on financing costs through loans is reverse and meaningful. There is a positive and significant relationship between institutional control and financing costs through a loan.

Keyword: Institutional shareholders, Institutional monitoring shareholders, Institutional controlling shareholders, Management ownership, the cost of bank loans.
