

## رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی خارجی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: نقش تعدیلگر رشد شرکت و ساختار مالکیت

قاسم زارعی\*، علی عبدالله‌زاده شقاقی\*\*

### چکیده

رابطه بین افشای اطلاعات و تأمین مالی، پژوهشگران و سیاست‌گذاران بسیاری را به خود علاقه‌مند کرده است. در پژوهش حاضر، تأثیر رشد شرکت و ساختار مالکیت بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی خارجی شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بررسی شده است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» و بازه زمانی پژوهش طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ هستند و برای نمونه‌گیری آماری از روش غربالگری استفاده شده است. روش پژوهش مورد استفاده، توصیفی از نوع پس‌رویدادی بوده و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش پانل دیتا و برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چندگانه استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن است که کیفیت افشای اطلاعات بر تأمین مالی از طریق انتشار سهام و تأمین مالی از طریق اخذ وام تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ همچنین طبق نتایج، متغیر رشد شرکت بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام و اخذ وام شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد. در ادامه طبق یافته‌های پژوهش، متغیر مالکیت نهادی بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام و اخذ وام تأثیر مثبت و معنادار دارد و متغیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام و اخذ وام تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**کلیدواژه‌ها:** تأمین مالی؛ کیفیت افشای اطلاعات؛ رشد شرکت؛ ساختار مالکیت.

---

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۶/۰۵/۳۱، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۷/۰۳/۰۹.

\* استادیار، دانشگاه محقق اردبیلی (نویسنده مسئول).

Email: info@drz.ir

\*\* کارشناس ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد هریس.

## ۱. مقدمه

مؤسسه‌ها و بنگاه‌های اقتصادی، به‌ویژه فعالان در بخش صنعت برای ادامه حیات و فعالیت‌های تولیدی خود و همچنین توسعه فعالیت‌ها به سرمایه‌های کلان نیاز دارند. این مؤسسه‌ها و بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین سرمایه موردنیاز خود وابستگی شدیدی به بازارهای مالی دارند [۲]. شرکت‌ها برای بسط و گسترش فعالیت‌های خود و یا به‌دلیل جبران نقدینگی موجود، اقدام به تأمین مالی از منابع داخلی و خارجی کرده و وجوه موردنیاز خود را تأمین می‌کنند. منابع داخلی شامل جریان‌های نقدی حاصل از عملیات، وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها و منابع خارجی، شامل استقراض از بازارهای مالی و انتشار سهام است [۳۱]. واحدهای اقتصادی برای تأمین مالی ابتدا از طریق وجوه عملیاتی سازمان اقدام می‌کنند و سپس به منابع خارجی تأمین مالی روی می‌آورند [۲۲]. مدیران باید در خصوص نحوه تأمین وجوه موردنیاز خود و نحوه مصرف منابع مالی در دسترس تصمیم‌گیری کنند [۱۴].

بازار سرمایه بر محور اطلاعات قرار دارد. جریان درست اطلاعات در این بازار به اتخاذ تصمیم‌های صحیح و منطقی مشارکت‌کنندگان منجر می‌شود. گزارش‌های مالی از مهم‌ترین منابع اطلاعاتی بوده و هدف آن فراهم‌کردن اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی است [۸]. جهت‌دار بودن، گمراه‌کنندگی، نامربوط‌بودن و ناقص‌بودن اطلاعات می‌تواند به تصمیم‌گیری اشتباه منجر شود [۱۸]. افزایش شفافیت در ارائه اطلاعات مالی به کاهش مشکلات اطلاعات و افزایش توانایی مدیران در پاسخگویی به افراد برون‌سازمانی منجر می‌شود [۲۰].

نتایج پژوهش‌های متعدد در حوزه انتشار و افشای اطلاعات شرکت‌ها نشان می‌دهد، انتشار اطلاعات و اخبار مختلف در مورد شرکت و عملکرد آن با توجه به نوع ادراک دریافت‌کنندگان آن می‌تواند پیامدهای مختلفی برای آینده شرکت در بازار سرمایه و سهام‌داران آن داشته باشد. انتشار اطلاعات و اخبار مثبت در رابطه با شرکت و عملکرد آن می‌تواند سهام‌داران را به شرکت و بازار سرمایه امیدوار کند و از سوی دیگر تغییر ارزش بازار شرکت ناشی از خوش‌بینی سرمایه‌گذاران به آن می‌تواند رشد ارزش بازار شرکت را به‌دنبال داشته باشد؛ از سوی دیگر افشای اطلاعات و اخبار منفی در رابطه با شرکت و عملکرد آن می‌تواند پیامدهای جبران‌ناپذیری را در زمینه‌هایی همچون حضور شرکت در بازار سرمایه به همراه آورد [۲۵].

بر اساس نظریه‌های متفاوت، اجماع نظری در ارتباط موردانتظار بین رشد شرکت‌ها و تأمین مالی خارجی وجود ندارد؛ ولی طبق نظریه نمایندگی، ارتباط بین رشد و تأمین مالی از طریق بدهی می‌تواند مثبت یا منفی باشد. در این خصوص سرجیو و نونس<sup>۱</sup> (۲۰۱۱)، به دو نوع هزینه مرتبط با رشد شرکت‌ها اشاره کرده‌اند. نخست، هزینه‌های ایجادشده به‌وسیله مسائل

کم‌سرمایه‌گذاری و دوم، هزینه‌های ایجادشده به‌وسیله بیش‌سرمایه‌گذاری؛ در نتیجه ارتباط بین رشد و تأمین مالی از طریق بدهی بر اساس مسائل کم‌سرمایه‌گذاری می‌تواند منفی باشد و بر اساس مسائل بیش‌سرمایه‌گذاری، این ارتباط می‌تواند مثبت باشد [۳۵].

یک شرکت باید آینده خود را با تأمین مالی مناسب برای تولید کالاها و ارائه خدمات در آینده تأمین کند. ارزیابی این موارد نیازمند بررسی تمامی جریان‌های نقدی شرکت است [۸]؛ اطلاعات مبنای اساسی تصمیم‌گیری‌ها است. در شرایطی که این تصمیم‌گیری‌ها پیامدهای مهم اقتصادی داشته باشند، تصمیم‌گیرنده اهمیت بیشتری برای کسب اطمینان از کیفیت اطلاعات دریافت شده قائل می‌شود [۱۷]؛ از این‌رو مدیران نیازمند اطلاعات باکیفیت هستند و برای آن اهمیت بیشتری قائل می‌شوند تا بتوانند در تصمیم‌گیری‌های مالی خود، به‌خصوص تصمیم‌گیری‌های مربوط به شیوه‌های تأمین مالی از آن‌ها استفاده کنند [۸]. افشای به‌موقع اطلاعات فرصت معامله بر مبنای اطلاعات محرمانه را محدود کرده و از به‌کارگیری نادرست دارایی‌های شرکت توسط مدیر جلوگیری می‌کند که درنهایت به کاهش هزینه سرمایه منجر می‌شود [۲۷].

افزایش شفافیت در ارائه اطلاعات مالی به کاهش مشکلات اطلاعات، برای نمونه کاهش مشکلات انگیزشی و افزایش توانایی مدیران در پاسخگویی به افراد برون‌سازمانی، منجر می‌شود. یکی از اهداف در نظر گرفته‌شده برای اطلاعات مالی، کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی است که خود باعث فراهم‌کردن مبنایی مناسب برای فراهم‌کنندگان برون‌سازمانی سرمایه در مورد ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و نظارت بر عملکرد مدیران می‌شود. کیفیت اطلاعات مالی در تسهیل جریان منابع مالی به درون شرکت‌ها نقش مهمی ایفا می‌کند. این نقش در شرکت‌های خصوصی نسبت به شرکت‌های دولتی بیشتر است و تأثیر زیادی بر جلب نظر فراهم‌کنندگان بیرونی سرمایه دارد و به‌نوبه خود می‌تواند بر تأمین مالی خارجی شرکت‌ها تأثیر داشته باشد [۲۰].

به نظر می‌رسد شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین مزایای بیشتری را از بهبود و بالابردن میزان کیفیت افشای اطلاعات به‌منظور تصمیم‌گیری در مسائل مربوط به تأمین مالی خارجی کسب کنند [۲۱]. شرکت‌های با رشد بالا معمولاً اطلاعات مالی مثبتی دارند؛ زیرا این شرکت‌ها با توجه به روند رو به رشد خود می‌توانند علامت‌های مثبتی را با افشای اطلاعات به محیط بیرونی شرکت ارائه دهند و این اطلاعات مثبت قطعاً باعث بهبود شرایط شرکت در تأمین مالی خارجی خواهد شد. تمرکز مالکیت بیشتر نسبت به تمرکز مالکیت پایین‌تر، مزیت بیشتری از بهبود کیفیت افشای اطلاعات به‌منظور تصمیم‌گیری مربوط به تأمین مالی خارجی کسب می‌کند [۲۶]. یانگ (۲۰۰۵)، نشان داد که نظارت سرمایه‌گذاران نهادی بر شرکت‌ها می‌تواند رفتار مدیران را محدود کند؛ به‌گونه‌ای که این نظارت، منجر می‌شود تا مدیران

به‌جای رفتار فرصت‌طلبانه بیشتر بر عملکرد شرکت توجه کنند. به گزارش شلیهر و ویشنی (۱۹۹۷)، در سطوح پایین مالکیت، افزایش درصد کمی از مالکیت سهام‌داران بزرگ به تأثیر بیشتر نظارت بر تصمیم‌های افشای مدیران و به دنبال آن کاهش هزینه‌های نمایندگی منجر می‌شود [۲۷]. هر یک از شیوه‌های تأمین مالی به همراه در نظر گرفتن آثار ناشی از ساختار مالکیت شرکت‌ها، مسائل خاصی در مورد مدیریت شرکت‌ها داشته است. درجه تمرکز مالکیت و درصد مالکان نهادی در یک شرکت، توزیع قدرت بین سهام‌داران و مدیران شرکت را معین می‌سازد. وقتی مالکیت به صورت پراکنده است، کنترل از طرف سهام‌داران کاهش می‌یابد؛ زیرا سهام‌داران نظارت ضعیفی را اعمال می‌کنند. سهام‌داران کوچک علاقه چندانی به نظارت فعالیت‌های شرکت ندارند؛ زیرا مجبور می‌شوند کلیه هزینه‌های نظارت را تقبل کنند؛ درحالی‌که سهم اندکی در سود شرکت دارند. وقتی تمرکز بالای مالکیت وجود داشته باشد و سهام‌داران عمده، مالکان شرکت‌ها باشند، می‌توانند نقش مهمی در نظارت بر فعالیت‌های مدیریت ایفا کنند. با توجه به وجود هزینه تأمین مالی خارجی، مدیران سعی می‌کنند بهترین و ارزان‌ترین روش تأمین مالی را انتخاب کنند. وجود سهام‌داران نهادی و تمرکز داشتن مالکیت شرکت‌ها می‌تواند بر سیاست‌گذاری و تصمیم‌های مربوط به نوع تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر داشته باشد [۳۲].

مأموریت سازمان «بورس اوراق بهادار تهران» ایجاد بازاری منصفانه، کارا و شفاف با ابزارهای متنوع و دسترسی آسان به منظور ایجاد ارزش افزوده برای ذی‌نفعان است و چشم‌انداز آن تبدیل شدن به بورس اول منطقه و موتور محرک رشد اقتصادی کشور است. رابطه بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه سهام‌علاقه‌مندی زیادی در میان سیاست‌گذاران و پژوهشگران ایجاد کرده است [۹]. با توجه به مأموریت «سازمان بورس اوراق بهادار تهران» در زمینه شفافیت مالی و نیز اهمیت موضوع تأمین مالی خارجی برای شرکت‌های حاضر در این سازمان و نیز با توجه به اهمیت مباحث کیفیت افشای اطلاعات، رشد شرکت و ساختار مالکیت در تصمیم‌گیری‌های تأمین مالی شرکت‌های حاضر در «بورس اوراق بهادار تهران» در این پژوهش تلاش شده است با رفع خلأهای موجود در پژوهش‌های قبل از جمله نپرداختن به رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی خارجی و نقش متغیرهای رشد شرکت و ساختار مالکیت در این رابطه، به این سؤال پاسخ داده شود: آیا رشد شرکت و ساختار مالکیت بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی خارجی شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران»، تأثیر دارد؟

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

افشا، انتقال اطلاعات اقتصادی، اعم از مالی و غیرمالی، به صورت کمی یا سایر اشکال اطلاعات مرتبط با وضعیت یا عملکرد مالی شرکت است [۲۹]؛ اصل افشا یکی از اصول

حسابداری است که بر کلیه جوانب گزارش‌گری مالی تأثیر دارد. بر اساس این اصل، صورت‌های مالی اساسی باید حاوی اطلاعات مهم، مربوط و به‌موقع باشد و این نوع اطلاعات به‌گونه‌ای قابل‌فهم و به‌صورت کامل ارائه شود تا امکان اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه برای استفاده‌کنندگان را فراهم سازد [۶].

در مبانی نظری پژوهش از سازه‌های متعددی از قبیل مناسب‌بودن، جامعیت، آگاهی‌دهندگی و به‌موقع‌بودن به‌عنوان نماینده کیفیت افشای استفاده شده است [۳۸]. برخی پژوهشگران نیز آن دسته از صورت‌های مالی را باکیفیت تلقی می‌کنند که دارای سه ویژگی شفافیت، افشای کامل و قابلیت مقایسه باشند [۱۶]. مطابق دیدگاه ژانگ (۲۰۰۶)<sup>۱</sup>، کیفیت بر دقت و صحت افشای دلالت دارد و از طریق افزایش در اجماع و صحت انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد افشا اندازه‌گیری می‌شود. وی از پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران به‌عنوان نماینده انتظارات سرمایه‌گذاران استفاده می‌کند (ژانگ، ۲۰۰۶). برخی از پژوهشگران پیشنهاد می‌کنند که کیفیت افشا نه تنها به کمیت، بلکه به چگونگی گسترش دامنه آن در میان موضوع‌های مختلف نیز بستگی دارد. آن‌ها مدعی هستند که افشا با کیفیت بالا، دارای ویژگی‌های گستردگی و متوازن‌بودن در میان موضوع‌های اصلی و فرعی چارچوب موردنظر است [۴۰].

از دیدگاه صاحب‌نظران و سهام‌داران، مدیری دارای عملکرد مناسب است که متضمن رشد شرکت باشد و شرکت را با رشد مناسب در فروش، سود و افزایش ارزش بازار سهام همراه سازد [۳]. شرکت‌هایی که رشد مناسبی دارند، برای سرمایه‌گذاران اهمیت بیشتری دارند [۵]. رشد شرکت نقش برجسته‌ای در نظریه‌های مالی شرکت دارد و فرصت رشد شرکت در تعیین سیاست تأمین مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. انتظار می‌رود شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالا، بدهی کمی داشته و دارای بدهی کوتاه‌مدت بیشتری نسبت به بدهی بلندمدت، بدهی خصوصی بیشتر نسبت به بدهی عمومی و بدهی تضمین‌شده بیشتری داشته باشند [۳۶].

امروزه شرکت‌های موجود در بازار سرمایه، شرکت‌هایی هستند که مالکیت آن‌ها در اختیار گروه‌های مختلف است. با توجه به ساختار مالکیت متفاوت و تغییر پارامترهای مؤثر بر تحلیل بنیادی شرکت‌ها لازم است که سرمایه‌گذاران، ترکیب سهام‌داران و نوع مالکیت شرکت‌ها را مدنظر قرار دهند. این متغیر تا حدودی می‌تواند راه‌گشای تعیین محدودیت‌ها و فرصت‌های مالی آتی در صورت بروز بحران مالی شرکت نیز باشد [۳۶].

یکی از ویژگی‌های شرکت‌های سهامی تنوع ساختار مالکیت آنان است. بخشی از این مالکیت در اختیار سرمایه‌گذاران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد که برای نظارت بر عملکرد مدیریت و تصمیم‌های خود به صورت‌های مالی منتشره توسط شرکت اتکا می‌کنند [۲۸]. نگاهی

گذرا به ترکیب مالکیت شرکت‌ها از حضور پررنگ سهام‌داران نهادی به‌عنوان سهام‌داران اصلی و تأثیرگذار حکایت دارد. سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بازنشستگی و غیره هستند. حضور این مالکان در ترکیب مالکیت بر عملکرد شرکت و تصمیم‌های اتخاذشده توسط مدیران تأثیرگذار است [۳۰].

تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می‌شود که میزان قابل‌ملاحظه‌ای از سهام شرکت به سهام‌داران عمده تعلق داشته باشد و نشان می‌دهد چند درصد سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد [۲۰]. زمانی که سرمایه یک شرکت در میان سهام‌داران خرد توزیع می‌شود، این امکان برای مدیریت فراهم می‌شود که بر خلاف جهت منافع سهام‌داران عمل کند؛ از سوی دیگر اقتدار ناشی از مالکیت می‌تواند مدیران را ملزم به افشای اطلاعات محرمانه پیرامون توانایی ایجاد جریان‌های نقدی کند [۱].

**پیشینه داخلی.** ستایش و گرگانی فیروزجاه (۱۳۹۱)، رابطه بین ساختار مالکیت و روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» را بررسی کردند. جامعه آماری این پژوهش شامل ۶۷ شرکت پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بود که طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفتند. از تحلیل آماری رگرسیون خطی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شد. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که بین مالکیت شرکتی و تمرکز مالکیت با تأمین مالی خارجی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ از سوی دیگر نتایج پژوهش نشان داد که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با تأمین مالی داخلی و بین مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی با تأمین مالی خارجی رابطه آماری معناداری وجود ندارد [۳۴].

ستایش و گرگانی فیروزجاه (۱۳۹۳)، اثر گزارش مشروط حسابرسی بر روش‌های تأمین مالی را مورد بررسی قرار دادند. جامعه آماری پژوهش شامل ۷۶ شرکت پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بود که طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ بررسی شدند. از تحلیل آماری رگرسیون خطی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شد. نتایج آزمون نشان داد که بین گزارش مشروط و تأمین مالی داخلی شرکت‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد و از سوی دیگر بین گزارش مشروط با تأمین مالی خارجی و نسبت تأمین مالی داخلی به خارجی رابطه معناداری وجود ندارد. نتایج پژوهش حاکی از این بود که بین اندازه، عمر و اهرم مالی شرکت‌ها با تأمین مالی خارجی، رابطه مثبت معناداری وجود دارد [۳۳].

فدایی و مایلی (۱۳۹۳)، در پژوهشی به اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر تأمین مالی در ایران با استفاده از روش تحلیل سلسله‌مراتبی پرداختند. جامعه آماری پژوهش شامل مدیران مالی در بازار سرمایه و بازه زمانی آن سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ بود. داده‌های پژوهش با استفاده از پرسشنامه

جمع‌آوری شد. عوامل مؤثر بر انتخاب روش تأمین مالی در سه طبقه کلی عوامل مربوط به منبع تأمین مالی کننده، شرکت تأمین مالی شونده و عوامل کلان سیاسی و اقتصادی دسته‌بندی شدند. نتایج پژوهش حاکی از برتری معیار تأمین مالی شونده نسبت به سایر معیارها بود و توجه مدیران را به عوامل داخلی شرکت، همچون ساختار سرمایه و وضعیت اعتباری در زمان تصمیم‌گیری جلب می‌کند [۱۲].

فرجی (۱۳۹۴)، به بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات و کیفیت سود بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار» پرداخت. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در «اوراق بهادار تهران» طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ بود. برای نمونه‌گیری از روش غربالگری استفاده شد که با توجه به شرایط لحاظ‌شده، ۱۵۰ شرکت به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد که کیفیت افشای اطلاعات بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر مثبت و معنادار و اندازه شرکت به‌عنوان متغیر کنترلی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معنادار دارد؛ همچنین هیچ یک از شاخص‌های پایداری سود و قابلیت پیش‌بینی سود بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر معناداری ندارند [۱۱].

بندریان و همکاران (۱۳۹۴)، در اثر تعدیل‌کنندگی ساختار مالکیت بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و هزینه سرمایه در «بورس اوراق بهادار تهران» را بررسی کردند. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش آماری داده‌های ترکیبی و برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ با استفاده از اطلاعات ۱۵۵ شرکت منتخب به روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک آزمون شد. نتایج نشان داد که مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و کیفیت افشا به‌طور معناداری باعث کاهش هزینه سرمایه شده و به‌تبع به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر می‌شوند. در واقع در شرکت‌هایی که میزان مالکیت نهادی و مدیریتی بالا باشد به‌دلیل نظارت قوی و هزینه‌های نمایندگی کمتر، اطلاعات بیشتری افشا می‌شود و افشای بیشتر اطلاعات نیز به کاهش هزینه سرمایه منجر می‌شود؛ همچنین مالکیت نهادی و مدیریتی به‌صورت فزاینده باعث تعدیل رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه می‌شوند [۷].

مرادی جزء و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان «ساختار مالکیت شرکت و به‌موقع بودن سود: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران»، رابطه بین ساختار مالکیت و به‌موقع بودن سود در میان ۱۰۲ شرکت پذیرفته‌شده در «سازمان بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که تمرکز مالکیت با به‌موقع بودن افشای سود، رابطه غیرخطی دارد و در سطوح پایین و بالای تمرکز مالکیت، افشای سود به‌موقع‌تر بوده است و در سطوح میانی، به‌موقع بودن سود کاهش می‌یابد؛ علاوه بر این، افزایش تمرکز سهام‌داران، به غیر از بزرگ‌ترین سهام‌دار، به‌موقع بودن سود را افزایش می‌دهد [۲۷].

افلاطونی و نیکبخت (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه» به مطالعه تأثیر کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در میان ۱۰۸ شرکت پذیرفته‌شده در «سازمان بورس اوراق بهادار تهران» در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۴ پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که با افزایش کیفیت افشا، سرعت تغییر ساختار سرمایه نیز به صورت معناداری افزایش می‌یابد؛ همچنین افزایش کیفیت ارقام تعهدی تأثیری در سرعت تغییر ساختار سرمایه ندارد [۴].

حیدری و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان «بررسی نقش میانجی عدم تقارن اطلاعاتی در تبیین رابطه بین کیفیت حسابرسی و سیاست‌های تأمین مالی» ۹۹ شرکت از میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» را طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ مورد مطالعه قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه رابطه‌ای وجود ندارد؛ همچنین نقش میانجی عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه بین کیفیت حسابرسی و سیاست‌های تأمین مالی تأیید نشد [۱۹].

**پیشینه خارجی.** سرجیو و نونس (۲۰۱۱)، رابطه بین فرصت‌های رشد شرکت و تأمین مالی خارجی از طریق بدهی را بررسی کردند. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار پرتغال» طی بازه زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۸ بود. نتایج پژوهش آنان نشان داد که رابطه بین فرصت رشد و بدهی خطی نیست. موقعی که شرکت‌ها دارای فرصت رشد کم هستند، ارتباط بین فرصت رشد و بدهی مثبت است. یافته‌های آن‌ها حاکی از این بود که ارتباط بین فرصت رشد و بدهی از ابعاد پیچیده‌ای در تصمیمات ساختار سرمایه تأثیر می‌پذیرد [۳۵].

لین و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۱)، پیامدهای اقتصادی دریافت گزارش تعدیل شده و تأثیرات آن بر تأمین مالی شرکت‌ها را بررسی کردند. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار چین طی سال‌های ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۹ است. برای آزمون فرضیه‌ها از تحلیل رگرسیون چندمتغیره استفاده شد و نتایج نشان داد که دریافت گزارش تعدیل شده تأثیری بر محدودیت مالی شرکت‌ها ندارد؛ همچنین آن‌ها نشان دادند که دریافت گزارش تعدیل شده بر اعتباردهندگان مالی و همچنین بر دولت در پرداخت یارانه‌ها و سایر کمک‌های مالی و اعتباری اثرگذار نیست [۲۳].

لین و همکاران (۲۰۱۳)، پژوهشی با عنوان «تأثیر ساختار مالکیت بر انتخاب روش‌های تأمین مالی» انجام دادند. پژوهش مزبور برای ۹۸۳۱ شرکت در ۲۰ کشور از ابتدای سال ۲۰۰۱ تا پایان سال ۲۰۱۰ صورت پذیرفت. روش پژوهش توصیفی بود و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون چندمتغیره استفاده شد. نتایج حاکی آن بود که تنوع در حقوق مالکانه و کنترلی در

1. Lin et al.



شرکت‌های با ساختار مالکیت نهادی کمتر به سمت تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی می‌روند. سایر نتایج بیانگر نشان داد که شرکت‌های با ساختار مالکیت نهادی بیشتر به سمت تأمین اعتبار از محل بدهی‌های عمومی (انتشار اوراق قرضه) تمایل دارند [۲۴]. گوماریز و بالستا<sup>۱</sup> (۲۰۱۴)، نقش کیفیت افشای اطلاعات مالی و سررسید بدهی در کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. بازه زمانی پژوهش سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۳ و حوزه مکانی آن شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس نیویورک» بود. برای تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون چندمتغیره استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که کیفیت افشای اطلاعات مالی باعث از بین رفتن مسئله سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود؛ همچنین سررسید بدهی کوتاه‌مدت‌تر، موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و مسئله سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد می‌شود [۱۵].

فینگلی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۵)، رابطه بین تأمین مالی، شهرت و کیفیت افشای اطلاعات را مورد بررسی قرار دادند. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار چین» طی بازه زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ بود. در این مطالعه از داده‌های پانل برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که رابطه مثبت و معناداری بین تصمیم‌های تأمین مالی کوتاه‌مدت با کیفیت افشای اطلاعات وجود دارد؛ اما هیچ رابطه‌ای بین تصمیم‌های بلندمدت تأمین مالی با کیفیت افشای اطلاعات وجود ندارد [۱۳].

ژیان‌هوا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۶)، به بررسی رابطه عملکرد اجتماعی، کیفیت افشای اطلاعات و محدودیت‌های تأمین مالی پرداختند. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار چین» طی بازه زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۴ بود. در این مطالعه از داده‌های پانل برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. نتایج نشان داد که عملکرد اجتماعی بهتر، می‌تواند محدودیت‌های تأمین مالی شرکت‌ها را کاهش دهد؛ همچنین کیفیت افشای اطلاعات در خصوص مسئولیت‌های اجتماعی می‌تواند باعث کاهش میزان محدودیت مالی شرکت‌ها شود [۳۷].

دوما و نزلوبین (۲۰۱۷)، نشان دادند که رابطه بین هزینه سرمایه شرکت و کیفیت افشای عمومی آن به مسیر رشد شرکت بستگی دارد. این پژوهش نشان داد که ریسک تعادلی در دقت اطلاعات زمانی کاهش (افزایش) می‌یابد که نرخ رشد شرکت پایین‌تر از آستانه است؛ همچنین همبستگی سریالی در جریان نقدی دوره‌ای، نقش اساسی در تعیین ماهیت این رابطه ایفا می‌کند [۹].

---

1. Gomariz & Ballesta  
2. Feng Li et al.  
3. Jianhua et al.

وانگ و همکاران (۲۰۱۸)، تأثیر فعالیت‌های تأمین مالی خارجی را بر تصمیمات مدیریت درآمد بررسی کردند و نقش مدیریت ریسک مؤسسه را به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد هنگامی که مدیران در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در سهام درگیر هستند، از مدیریت درآمد مبتنی بر تعهد و هم از مدیریت درآمد مبتنی بر فعالیت‌های واقعی استفاده می‌کنند؛ به علاوه هنگامی که شرکت‌ها فعالیت‌های مدیریت ریسک ضعیف‌تری دارند، مدیران کمتر تمایل دارند در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری سهام از مدیریت درآمد مبتنی بر فعالیت‌های واقعی استفاده کنند؛ بنابراین سیستم‌های مدیریت ریسک ضعیف می‌تواند به معنای مکانیسم‌های کنترل ضعیف بوده و نظارت بیشتری از طرف سرمایه‌گذار را به همراه داشته باشد؛ بنابراین محدود کردن مدیران در به‌کارگیری مدیریت درآمد مبتنی بر فعالیت واقعی به ارزش بلندمدت شرکت لطمه می‌زند [۳۹].

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ رویکرد، کمی، از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی از نوع پس‌رویدادی است. برای گردآوری داده‌ها از روش‌های کتابخانه‌ای و اسنادی استفاده شده است. داده‌های موردنیاز از صورت‌های مالی موجود در سایت‌های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به «سازمان بورس اوراق بهادار تهران»، سیستم‌های جامع اطلاع‌رسانی ناشران، «مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران» و لوح‌های فشرده «سازمان بورس اوراق بهادار» به‌صورت دستی استخراج شده است.

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ است. برای انتخاب نمونه از روش سیستماتیک (حذفی) استفاده شده است. در پژوهش حاضر، عناصر جامعه مشروط به داشتن شرایط زیر به‌عنوان نمونه انتخاب شده است.

۱. به‌منظور یکنواختی، سال مالی تمامی شرکت‌ها باید منتهی به پایان اسفندماه باشد؛

۲. شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی از نمونه حذف خواهند شد؛

۳. اطلاعات موردنیاز در دسترس باشد؛

۴. شرکت تا پایان سال ۱۳۸۸ در «بورس اوراق بهادار تهران» پذیرفته شده و طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ نیز از بورس خارج نشده باشد. بر این اساس تعداد نهایی نمونه آماری قابل‌آزمون ۱۲۲ شرکت است.

در این پژوهش با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل آماری موجود از روش داده‌های پانل استفاده شد؛ زیرا به‌منظور بررسی تأثیر رشد شرکت و ساختار مالکیت بر رابطه بین

کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی خارجی شرکت‌ها، متغیرهای پیش‌بینی و برآوردشده از دو جنبه متفاوت بررسی شدند. پس از جمع‌آوری اطلاعات موردنیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها طی دوره هشت‌ساله ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶، فرضیه‌های پژوهش با استفاده از تحلیل رگرسیون چندمتغیره موردبررسی قرار گرفت. برای تحلیل داده‌ها از نرم‌افزارهای SPSS 20 و Eviews7 استفاده شد.

### متغیرهای پژوهش.

- کیفیت افشای اطلاعات: برای سنجش این متغیر از امتیازهای تعلق‌گرفته به هر شرکت که توسط «سازمان بورس و اوراق بهادار تهران» و از طریق اطلاعیه، کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب، منتشر می‌شود، استفاده شده است.
- تأمین مالی خارجی: برای ارزیابی تأمین مالی خارجی از رویکرد ترازنامه‌ای استفاده شده است. این رویکرد به‌طور مشابه توسط کوهن و توماس<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) و ریچاردسون و اسلون<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) و کاسر<sup>۳</sup> (۲۰۰۵)، نیز به‌کار گرفته شده است؛ بنابراین تأمین مالی خارجی شرکت‌ها به‌صورت زیر محاسبه شده است:

$$\Delta XFIN_t = \Delta EQUITY_t + \Delta DEBT_t$$

- EQUITY: عبارت است از: تأمین مالی از طریق انتشار سهام. منظور از  $\Delta EQUITY$ ، تغییرات در سهام سرمایه ناشی از انتشار و فروش سهام جدید از محل مطالبات و آورده‌های نقدی سهامداران است و افزایش در سرمایه ناشی از تبدیل اندوخته‌ها و سود انباشته و یا تغییرات در مبلغ اسمی سهام، در نظر گرفته نشده است.

$$\Delta EQUITY_t = EQUITY_{t-1} - EQUITY_t$$

$$\Delta EQUITY_t = \text{تغییرات در سهام سرمایه.}$$

$$EQUITY_{t-1} = \text{میزان سهام سرمایه در سال قبل.}$$

$$EQUITY_t = \text{میزان سهام سرمایه در سال جاری.}$$

- DEBT: عبارت است از: تأمین مالی از طریق اخذ وام‌های بلندمدت. منظور از  $\Delta DEBT$ ، تغییرات در مانده حساب بدهی بلندمدت است که ممکن است ناشی از تعهدات بلندمدت از جمله استقراض و وام‌های دریافتی و یا بازپرداخت تعهدات بلندمدت باشد.

---

1. Cohen and Thomas  
2. Richardson and Sloan  
3. Cassar

$$\Delta DEBT_t = DEBT_{t-1} - DEBT_t$$

$\Delta DEBT_t$  = تغییرات در مانده حساب بدهی بلندمدت.

$DEBT_{t-1}$  = مانده حساب بدهی بلندمدت در سال قبل.

$DEBT_t$  = مانده حساب بدهی بلندمدت در سال جاری.

- رشد شرکت: همانند پژوهش گری و جانسون<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) و محمودی و همکاران (۱۳۹۲)، برای محاسبه رشد شرکت از رابطه زیر استفاده شده است:

$$\text{Growth} = \frac{(TA + MVE) - BVE}{TA}$$

TA: ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت.

MVE: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت که برابر است با تعداد سهام منتشره ضرب در آخرین قیمت معاملاتی سهام. در مورد شرکت‌هایی که دارای وقفه معاملاتی طولانی‌مدت بوده‌اند، قیمت معاملاتی آخرین سهام ملاک خواهد بود.

BVE: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام .

- ساختار مالکیت: برای محاسبه متغیر ساختار مالکیت از دو شاخص مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت استفاده شده است.

• مالکیت نهادی: به منظور اندازه‌گیری مالکیت نهادی مطابق با «استاندارد شماره ۱۸» عمل می‌شود. بر اساس این منبع، سرمایه‌گذاری مستقیم یا غیرمستقیم در دست کم ۲۰ درصد سهام با حق رأی واحد سرمایه‌پذیر، به اعمال نفوذ مؤثر در واحد سرمایه‌پذیر منجر می‌شود؛ مگر آنکه خلاف آن مشاهده شود؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که اگر سهام‌داران نهادی مالک بیش از ۲۰ درصد سهام با حق رأی یک شرکت باشند، به عنوان مالکیت نهادی در نظر گرفته می‌شوند. اگر نرخ میانگین درصد سهام‌داران نهادی در یک شرکت بزرگ‌تر از میانه باشد، عدد یک اختصاص داده می‌شود و اگر این نرخ کوچک‌تر از میانه باشد، عدد صفر اختصاص می‌یابد (سلطانی و نادم، ۱۳۹۲).

- تمرکز مالکیت: در این پژوهش به منظور محاسبه نسبت تمرکز مالکیت از شاخص هرفیندال - هیرشمن استفاده شده است. این شاخص به موازات افزایش میزان تمرکز مالکیت افزایش می‌یابد. شاخص هرفیندال - هیرشمن به صورت زیر محاسبه می‌شود (محمودی و همکاران، ۱۳۸۹):

1. Gray And Johnson

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

$P_i$  = سهام متعلق به سهامدار شرکت.

$P$  = تعداد کل سهام شرکت.

### متغیرهای کنترل

- اندازه شرکت: در این پژوهش همچون پژوهش ابدور<sup>۱</sup> (۲۰۱۱)، برای سنجش اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت استفاده شده است (ابدور، ۲۰۱۱).
- جریان‌های نقدی حاصل از عملیات: مبلغ خالص جریان نقد حاصل از عملیات شرکت از طریق صورت جریان وجوه نقد گزارش شده شرکت‌ها قابل استخراج است.

### ۴. تحلیل داده‌ها

آمار توصیفی داده‌ها. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱، ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد مشاهده	میانگین	انحراف معیار	ماکزیمم	مینیمم	کشیدگی	چولگی
انتشار سهام	۸۹۶	۰/۱۵	۱	۲۴/۰۰	۰	۱۸/۷۵	۴۲۷/۸۳
اخذ وام بلندمدت	۸۹۶	۰/۴۶	۳/۱۶	۷۲/۶۶	-۱	۱۶/۵۲	۳۴۴/۲۱
کیفیت افشای اطلاعات	۸۹۶	۰/۷۵	۰/۱۷	۰/۹۹	-۰/۱۴	-۰/۷۱	۳/۳۹
رشد شرکت	۸۹۶	۱/۳۸	۰/۶۵	۷/۷۰	-۰/۴۹	۳/۹۲	۳۲/۱۱
مالکیت نهادی	۸۹۶	۰/۵۳	۰/۴۸	۱	۰	-۰/۱۰	۱/۰۳
تمرکز مالکیت	۸۹۶	۰/۲۸	۰/۲۲	۰/۸۸	-۰/۰۶	۱/۲۵	۳/۶
اندازه شرکت	۸۹۶	۱۳/۴۹	۱/۴۲	۱۹/۲۱	۱۰/۵۰	۰/۸۷	۳/۸۳
جریان‌های نقدی عملیاتی	۸۹۶	-۰/۰۷	۰/۲۲	۰/۹۵	-۰/۹۸	۰/۱۱	۷/۶۴

آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای پژوهش. در این پژوهش برای بررسی نرمال بودن متغیرها از روش جارکیو - برا استفاده شد. با توجه به اینکه سطح اهمیت برای متغیرهای پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است، این متغیرها دارای توزیع نرمال نیستند و لازم است نرمال سازی داده‌ها صورت گیرد. در این پژوهش برای نرمال سازی داده‌ها از روش باکس کاکس بهره گرفته شد. از آنجا که بعد از نرمال سازی داده‌ها، سطح اهمیت برای متغیرهای پژوهش، بالاتر از ۰/۰۵ است، این متغیرها بعد از فرایند نرمال سازی دارای توزیع نرمال هستند.

1. Abdur

آزمون ایستایی. قبل از برآورد هر رگرسیون برای حصول اطمینان از رگرسیون غیرکاذب و در پی آن نتایج نامطمئن، لازم است چگونگی ساکن‌پذیری متغیرها آزمون شود؛ بدین منظور در این پژوهش از روش لوین - چاو استفاده شده است. نتایج آزمون ایستایی نشان می‌دهد که در مورد تمامی متغیرها، سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین تمامی متغیرها در سطح ایستا هستند.

جدول ۲. ایستایی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آماره	P-value	نتیجه
انتشار سهام	-۸۶/۳۸	۰/۰۰۰	I(0)
اخذ وام بلندمدت	-۵۳/۷	۰/۰۰۰	I(0)
کیفیت افشای اطلاعات	-۱۷/۵۱	۰/۰۰۰	I(0)
تعدیلی رشد شرکت	-۱۸/۳۳	۰/۰۰۰	I(0)
تعدیلی مالکیت نهادی	-۲۰/۸۷	۰/۰۰۰	I(0)
تعدیلی تمرکز مالکیت	-۱۸/۹۵	۰/۰۰۰	I(0)
اندازه شرکت	-۳/۴۲	۰/۰۰۰	I(0)
جریان‌های نقدی عملیاتی	-۱۸/۵۹	۰/۰۰۰	I(0)

آزمون F لیمر. در روش پانل دیتا برای تعیین اینکه تخمین مدل از روش داده‌های تلفیقی یا داده‌های تابلویی صورت بگیرد، از آزمون F لیمر استفاده شده است. از آنجاکه سطح معناداری برای فرضیه‌های پژوهش (در این جدول با prob نمایش داده می‌شود) از ۰/۰۵ کمتر شده است، فرضیه صفر رد و فرضیه مقابل آن پذیرفته می‌شود؛ یعنی فرضیه امکان وجود داده‌های تلفیقی به نفع داده‌های تابلویی رد می‌شود.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر در سطح ۵ درصد

معادله مربوط به	F لیمر محاسباتی	Prob
فرضیه اول	۳/۰۹	۰/۰۰۰
فرضیه دوم	۲/۱۲	۰/۰۰۰
فرضیه سوم	۳/۸۴	۰/۰۰۰
فرضیه چهارم	۲/۴۳	۰/۰۰۰
فرضیه پنجم	۴/۵۲	۰/۰۰۰
فرضیه ششم	۴/۳۶	۰/۰۰۰
فرضیه هفتم	۲/۹۱	۰/۰۰۰
فرضیه هشتم	۳/۱۲	۰/۰۰۰

نتایج آزمون هاسمن. بعد از مشخص شدن نوع مدل داده‌ها، اینکه از روش اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی برای تخمین استفاده شود باید مشخص شود؛ بنابراین برای تشخیص این موضوع از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن

معادله مربوط به	مقدار آماره کای دو	درجه آزادی	Prob
فرضیه اول	۱/۱۷	۳	۰/۷۵۱
فرضیه دوم	۲۸/۴۱	۳	۰/۰۰۰
فرضیه سوم	۳/۳۴	۳	۰/۳۲۸
فرضیه چهارم	۲۱/۳۴	۳	۰/۰۰۰
فرضیه پنجم	۱۲/۲۳	۳	۰/۰۰۷
فرضیه ششم	۷/۶۸	۳	۰/۰۰۴
فرضیه هفتم	۳۵/۰۶	۳	۰/۰۰۰
فرضیه هشتم	۴۶/۹۲	۳	۰/۰۰۰

با توجه به جدول ۴، سطح معناداری در همه فرضیه‌ها، به جز فرضیه اول و سوم، از ۰/۰۵ کمتر است؛ بنابراین روش مناسب برای برآورد مدل به جز فرضیه‌های اول و سوم، روش اثرات ثابت و در فرضیه‌های اول و سوم، روش اثرات تصادفی است.

#### آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱. کیفیت افشای اطلاعات از طریق انتشار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر تأمین مالی تأثیر دارد.

$$EQUITY_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ds_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Cfo_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج به دست آمده از برازش مدل در جدول ۵، ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج برازش مدل ۱، با استفاده از روش اثرات تصادفی

متغیر	ضریب	آماره t	P-value	رابطه
کیفیت افشای اطلاعات	۰/۵۹	۲۰/۸	۰/۰۰۰	معدار
اندازه شرکت	۰/۰۵	۱/۶۳	۰/۰۹۲	بی‌معنا
جریان‌های نقدی عملیاتی	۰/۰۰۲	۰/۱۲	۰/۹۳	بی‌معنا
ضریب تعیین مدل				
۰/۳۷				
آماره Breusch Pagan				
F				
۱۰۲۳۱/۶۳				
P-value				
۰/۰۰۰				
آماره Durbin-Watson				
۱/۹۵				
آماره F جدول				
۱۴۶/۷۱				
P-value				
۰/۰۰۰				

در بررسی معناداری ضرایب، از آنجاکه احتمال آماره t برای ضریب متغیر کیفیت افشای اطلاعات (۰/۰۰۰) کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، تأثیر معنادار این متغیر بر تأمین مالی از طریق انتشار سهام در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد نمی‌شود. مثبت بودن ضریب متغیر کیفیت افشای اطلاعات (۰/۵۹) نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌ها است. در بررسی سطح معناداری متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت و جریان‌های نقدی عملیاتی به ترتیب برابر با ۰/۰۹۲ و ۰/۹۳ است که تأثیر این متغیرها بر تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد می‌شود.

**فرضیه ۲.** کیفیت افشای اطلاعات از طریق اخذ وام شرکت‌های پذیرفته شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر تأمین مالی، تأثیر دارد.

$$DEBT_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ds_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Cfo_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج به دست آمده از برازش مدل در جدول ۶ ارائه شده است.



جدول ۶. نتایج برازش مدل با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر	ضریب	آماره t	P-value	رابطه
کیفیت افشای اطلاعات	۰/۶۲	۲۱/۷۵	۰/۰۰۰	معنادار
اندازه شرکت	۰/۳۷	۵/۱۹	۰/۰۰۰	معنادار
جریان‌های نقدی عملیاتی	۰/۰۴	۲/۰۷	۰/۰۴۱	معنادار
ضریب تعیین مدل				
۰/۷۶				
آماره Breusch Pagan				
۱۲۵۱۲/۴۶				
F				
۰/۰۰۰				
P-value				
آماره Durbin-Watson				
۱/۷۲				
آماره F جدول				
۱۵/۹۵				
P-value				
۰/۰۰۰				

از آنجاکه احتمال آماره t برای ضریب متغیر کیفیت افشای اطلاعات (۰/۰۰۰) کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، تأثیر معنادار این متغیر بر تأمین مالی از طریق اخذ وام در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد نمی‌شود. مثبت بودن ضریب متغیر کیفیت افشای اطلاعات (۰/۶۶)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر تأمین مالی از طریق اخذ وام شرکت‌ها است. در بررسی سطح معناداری متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت و جریان‌های نقدی عملیاتی به ترتیب برابر با ۰/۰۰۰ و ۰/۰۴۱ است که تأثیر این متغیرها بر تأمین مالی از طریق اخذ وام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد نمی‌شود. مثبت بودن ضریب متغیر اندازه شرکت و جریان‌های نقدی عملیاتی به ترتیب ۰/۳۷ و ۰/۰۴، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیرها بر تأمین مالی از طریق اخذ وام شرکت‌ها است.

**فرضیه ۳.** رشد شرکت‌ها از طریق انتشار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی، تأثیر دارد.

$$EQUITY_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ds_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_3 Cfo_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج به دست آمده از برازش مدل در جدول ۷، ارائه شده است.

جدول ۷. نتایج برازش مدل با استفاده از روش اثرات تصادفی

متغیر	ضریب	آماره t	P-value	رابطه
تعدیلی رشد شرکت‌ها	۰/۴۲	۱۲/۱۹	۰/۰۰۰	معنادار
اندازه شرکت	۰/۱۰	۲/۴۷	۰/۰۱۳	معنادار
جریان‌های نقدی عملیاتی	۰/۰۱	۰/۴۵	۰/۶۷۲	بی‌معنا
ضریب تعیین مدل				
		۹۸۸۹/۲۳	F	
آماره Breusch Pagan				
		۰/۰۰۰	P-value	
			Durbin-Watson	آماره
		۱/۷۲		
آماره F جدول				
		۴۹/۸۷		
P-value				
		۰/۰۰۰		

از آنجا که احتمال آماره t برای ضریب متغیر تعدیلی رشد شرکت‌ها (۰/۰۰۰) کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، تأثیر معنادار این متغیر بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد نمی‌شود. مثبت بودن ضریب متغیر تعدیلی رشد شرکت (۰/۴۲)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌ها است. در بررسی سطح معناداری متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت و جریان‌های نقدی عملیاتی به ترتیب برابر با ۰/۰۱۳ و ۰/۶۷۲ است که تأثیر متغیر اندازه شرکت در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد نمی‌شود؛ ولی تأثیر متغیر جریان‌های نقدی در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد می‌شود. مثبت بودن ضریب متغیر اندازه شرکت (۰/۱۰) نشان‌دهنده تأثیر مثبت این متغیر بر تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌ها است.

**فرضیه ۴.** رشد شرکت‌ها از طریق اخذ وام شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی، تأثیر دارد.

$$DEBT_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ds_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_3 Cfo_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج به‌دست‌آمده از برازش مدل در جدول ۸، ارائه شده است.

جدول ۸. نتایج برازش مدل با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر	ضریب	آماره t	P-value	رابطه
تعدیلی رشد شرکتها	۰/۳۴	۹/۲۱	۰/۰۰۰	معنادار
اندازه شرکت	۰/۵۴	۶/۱۲	۰/۰۰۰	معنادار
جریانهای نقدی عملیاتی	۰/۰۶	۲/۳۵	۰/۰۲	معنادار
ضریب تعیین مدل				
		۱۱۹۲۱/۱۲	F	
آماره Breusch Pagan				
		۰/۰۰۰	P-value	
		۱/۹۴	Durbin-Watson	آماره
		۷/۹۸	آماره F جدول	
		۰/۰۰۰	P-value	

بر اساس جدول ۸، تأثیر معنادار رشد شرکت بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق اخذ وام در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد نمی‌شود. مثبت بودن ضریب متغیر تعدیلی رشد شرکت (۰/۳۴)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق اخذ وام شرکتها است. در بررسی سطح معناداری متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت و جریانهای نقدی عملیاتی به ترتیب برابر با ۰/۰۰۰ و ۰/۰۲ است که تأثیر این متغیرها بر تأمین مالی از طریق اخذ وام شرکتها در سطح اطمینان ۰,۹۵ رد نمی‌شود. مثبت بودن ضریب متغیر اندازه شرکت و جریانهای نقدی عملیاتی (۰/۵۴) و (۰/۰۶)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر تأمین مالی از طریق اخذ وام شرکتها است.

**فرضیه ۵.** مالکیت نهادی از طریق انتشار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی، تأثیر دارد.

$$EQUITY_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ds_{i,t} + \beta_2 Inst_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_3 Cfo_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج به‌دست‌آمده از برازش مدل در جدول ۹، ارائه شده است.

جدول ۹. نتایج برازش مدل با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر	ضریب	آماره t	P-value	رابطه
تعدیلی مالکیت نهادی	۰/۴۳	۱۰/۷۴	۰/۰۰۰	معنادار
اندازه شرکت	۰/۰۰	۰/۰۲۱	۰/۹۶۵	بی‌معنا
جریان‌های نقدی عملیاتی	۰/۰۰	۰/۲۳	۰/۷۹۴	بی‌معنا
ضریب تعیین مدل				
۰/۷۸				
Breusch Pagan				
آماره F				
۹۹۷۵/۲۰				
P-value				
۰/۰۰۰				
Durbin-Watson				
آماره				
۲/۱۷				
آماره F جدول				
۱۸/۵۲				
P-value				
۰/۰۰۰				

در بررسی معناداری ضرایب با توجه به جدول ۹، از آنجاکه احتمال آماره t برای ضریب متغیر تعدیلی مالکیت نهادی (۰/۰۰۰) کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، تأثیر معنادار این متغیر بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد نمی‌شود. مثبت بودن ضریب متغیر تعدیلی مالکیت نهادی (۰/۴۳)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌ها است. در بررسی سطح معناداری متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت و جریان‌های نقدی عملیاتی به ترتیب برابر با ۰/۹۶۵ و ۰/۷۹۴ است که تأثیر این متغیرها بر تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد می‌شود.

**فرضیه ۶.** تمرکز مالکیت از طریق انتشار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی، تأثیر دارد.

$$EQUITY_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ds_{i,t} + \beta_2 HHI_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_3 Cfo_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج به دست آمده از برازش مدل در جدول ۱۰، ارائه شده است.

جدول ۱۰. نتایج برازش مدل با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر	ضریب	آماره t	P-value	رابطه
تعدیلی تمرکز مالکیت	۰/۱۳	۴/۸۹	۰/۰۰۰	معدنادر
اندازه شرکت	-۰/۰۱	-۰/۲۸	۰/۷۵۴	بی معنا
جریان های نقدی عملیاتی	۰/۰۰	-۰/۴۴	۰/۶۴۷	بی معنا
ضریب تعیین مدل				
۰/۷۲				
آماره Breusch Pagan				
۱۲۰۱۳/۲۷				
F				
۰/۰۰۰				
P-value				
آماره Durbin-Watson				
۲/۱۷				
آماره F جدول				
۱۱/۹۱				
P-value				
۰/۰۰۰				

از آنجا که احتمال آماره t برای ضریب متغیر تعدیلی تمرکز مالکیت (۰/۰۰۰)، کوچکتر از ۰/۰۵ است، تأثیر معدنادر این متغیر بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد نمی شود. مثبت بودن ضریب متغیر تعدیلی تمرکز مالکیت (۰/۱۳)، نشان دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکتها است. در بررسی سطح معدنادر متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت و جریان های نقدی عملیاتی به ترتیب برابر با ۰/۷۵۴ و ۰/۶۴۷ است که بر اساس آن، تأثیر این متغیرها بر تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکتها در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد می شود.

**فرضیه ۷.** مالکیت نهادی از طریق اخذ وام شرکت های پذیرفته شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی، تأثیر دارد.

$$DEBT_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ds + \beta_2 Inst_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_3 Cfo_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج به دست آمده از برازش مدل در جدول ۱۱، ارائه شده است.

جدول ۱۱. نتایج برازش مدل با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر	ضریب	آماره t	P-value	رابطه
تعدیلی مالکیت نهادی	۰/۶۱	۱۲/۳۲	۰/۰۰۰	معنادار
اندازه شرکت	۰/۱۴	۳/۹۲	۰/۰۰۰	معنادار
جریان‌های نقدی عملیاتی	۰/۱	۴/۱۷	۰/۰۰۰	معنادار
ضریب تعیین مدل				
		۱۲۳۵۷/۳۱	F	
آماره Breusch Pagan				
		۰/۰۰۰	P-value	
		۱/۹۵	Durbin-Watson	آماره
		۹/۰۳	آماره F جدول	
		۰/۰۰۰	P-value	

در بررسی سطح معناداری متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت و جریان‌های نقدی عملیاتی به ترتیب برابر با ۰/۰۰۰ و ۰/۰۰۰ است که تأثیر این متغیرها بر تأمین مالی از طریق اخذ وام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد نمی‌شود. مثبت بودن ضریب متغیر اندازه شرکت و جریان‌های نقدی عملیاتی ۰/۱۴ و ۰/۱، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیرها بر تأمین مالی از طریق اخذ وام شرکت‌ها است.

**فرضیه ۸.** تمرکز مالکیت از طریق اخذ وام شرکت‌های پذیرفته شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی تأثیر دارد.

$$DEBT_{i,t} = \alpha + \beta_1 Ds_{i,t} + \beta_2 HHI_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_3 Cfo_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج به دست آمده از برازش مدل در جدول ۱۲، ارائه شده است.

جدول ۱۲. نتایج برازش مدل با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر	ضریب	آماره t	P-value	رابطه
تعدیلی تمرکز مالکیت	۰/۴۵	۱۰/۷۶	۰/۰۰۰	معنادار
اندازه شرکت	۰/۵۳	۶/۱۱	۰/۰۰۰	معنادار
جریان‌های نقدی عملیاتی	۰/۰۸۷	۳/۰۳	۰/۰۰۱	معنادار
ضریب تعیین مدل				
		۱۲۴۷۲/۳۳	F	
آماره Breusch Pagan				
		۰/۰۰۰	P-value	
		۱/۹۷	Durbin-Watson	آماره
		۷/۴۰	آماره F جدول	
		۰/۰۰۰	P-value	

در بررسی سطح معناداری متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت و جریان‌های نقدی عملیاتی به ترتیب برابر با ۰/۰۰۰ و ۰/۰۰۱ است که تأثیر این متغیرها بر تأمین مالی از طریق اخذ وام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد نمی‌شود. مثبت بودن ضریب متغیر اندازه شرکت و جریان‌های نقدی عملیاتی (۰/۵۳) و (۰/۰۸۷) نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیرها بر تأمین مالی از طریق اخذ وام شرکت‌ها است.

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

طبق نتایج پژوهش، تمامی فرضیه‌ها تأیید شدند. نتایج تحلیل فرضیه اول نشان داد که کیفیت افشای اطلاعات از طریق انتشار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر تأمین مالی، تأثیر دارد. مثبت بودن ضریب متغیر کیفیت افشای اطلاعات (۰/۵۹)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌ها است. این نتیجه با نتایج پژوهش‌های خیانهوا و همکاران (۲۰۱۶)، گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) و افلاطونی و نیکبخت (۱۳۹۶)، همخوانی دارد؛ همچنین بر اساس تحلیل فرضیه دوم کیفیت افشای اطلاعات بر تأمین مالی از طریق اخذ وام شرکت‌های پذیرفته شده در «بورس اوراق بهادار تهران» تأثیر دارد. مثبت بودن ضریب متغیر کیفیت افشای اطلاعات (۰/۶۶)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر تأمین مالی از طریق اخذ وام شرکت‌ها است. این نتیجه برخلاف نتایج پژوهش لین و همکاران (۲۰۱۱)، مبنی بر عدم تأثیر معنادار کیفیت افشای اطلاعات بر تأمین مالی از طریق وام شرکت‌ها است؛ البته این نتیجه با نتیجه پژوهش لیان و همکاران (۲۰۱۵)، خیانهوا و همکاران (۲۰۱۶)، گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) و افلاطونی و نیکبخت (۱۳۹۶)، هم‌راستا است. با توجه به تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر تأمین مالی شرکت‌ها در فرضیه اول و دوم، به تعیین یک قرارداد بهینه نیاز است تا مدیران انگیزه بیشتری برای کیفیت افشای اطلاعات داشته باشند؛ همچنین با توجه به تأیید فرضیه‌های اول و دوم به شرکت‌های حاضر در «بورس اوراق بهادار تهران» پیشنهاد می‌شود با بهبود کیفیت افشای اطلاعات بتوانند موفقیت بیشتری در تأمین مالی خارجی چه از طریق سهام و چه از طریق وام کسب کنند.

نتیجه بررسی فرضیه سوم نشان داد که رشد شرکت‌ها از طریق انتشار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی، تأثیر دارد. این نتیجه با نتایج پژوهش‌های خواجهی و صالحی‌نیا (۱۳۹۴)، دوما و نزلوبین (۲۰۱۷) و سرجیو و نونس (۲۰۱۱)، همخوانی دارد. با توجه به تأیید تأثیر رشد شرکت در رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق سهام به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود عامل میزان رشد شرکت‌ها را همراه با کیفیت افشای اطلاعات در خصوص ارزیابی‌های خود در موارد تشکیل

ساختار سرمایه شرکت‌ها از طریق انتشار سهام مدنظر قرار دهند. با توجه به تأثیر مثبت به‌دست‌آمده، هر چه شرکت دارای رشد بیشتری باشد، کیفیت افشای اطلاعات پیش‌بینی‌کننده بهتری برای متغیر تأمین مالی از طریق انتشار سهام خواهد بود.

بر اساس یافته‌های فرضیه چهارم، رشد شرکت‌ها از طریق اخذ وام شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی، تأثیر دارد. این نتیجه با نتایج پژوهش خواجهی و صالحی‌نیا (۱۳۹۴) و دوما و نزلوبین (۲۰۱۷)، هم‌راستا است. بر این اساس به اعتباردهندگان توصیه می‌شود در بررسی رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق وام، رشد شرکت را نیز مدنظر قرار دهند. با توجه به ضریب مثبت به‌دست‌آمده، رشد بالاتر به معنای اعتماد بیشتر به کیفیت افشای اطلاعات در پیش‌بینی تأمین مالی از طریق وام خواهد بود.

تحلیل فرضیه پنجم نشان داد که مالکیت نهادی از طریق انتشار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی تأثیر دارد. این نتیجه هم‌راستا با نتایج پژوهش‌های ستایش و گرگانی فیروزجاه (۱۳۹۳)، بندریان و همکاران (۱۳۹۴) و لین و همکاران (۲۰۱۳) است. با توجه به تأیید این فرضیه به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود عامل مالکیت نهادی را همراه با کیفیت افشای اطلاعات در خصوص ارزیابی تأمین مالی خارجی شرکت‌ها مدنظر قرار دهند.

بر اساس نتایج تحلیل فرضیه ششم، تمرکز مالکیت از طریق انتشار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی، تأثیر دارد. این نتیجه با نتایج پژوهش ستایش و گرگانی فیروزجاه (۱۳۹۳)، هم‌خوانی دارد. با توجه به این موضوع به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در خرید سهام شرکت‌ها در کنار توجه به کیفیت افشای اطلاعات به عامل تمرکز مالکیت توجه کنند. با توجه به ضریب مثبت به‌دست‌آمده، تمرکز مالکیت بیشتر باعث رابطه قوی‌تر در رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام خواهد بود.

یافته‌های پژوهش، فرضیه هفتم را تأیید کرد. بر این اساس مالکیت نهادی از طریق اخذ وام شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی، تأثیر دارد. پژوهش‌های ستایش و گرگانی فیروزجاه (۱۳۹۳)، بندریان و همکاران (۱۳۹۴)، محمدی و همکاران (۱۳۸۹) و مرادی جزء و همکاران (۱۳۹۶)، نیز این موضوع را تأیید کرده‌اند. با توجه به تأیید این فرضیه به اعتباردهندگان پیشنهاد می‌شود در ارزیابی تأمین مالی از طریق وام، عامل مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت شرکت‌ها را همراه با کیفیت افشای اطلاعات موردبررسی قرار دهند.



بر اساس نتایج ژوهش در خصوص فرضیه هشتم، تمرکز مالکیت از طریق اخذ وام شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی، تأثیر دارد. این موضوع با پژوهش‌های ستایش و گرگانی فیروزجاه (۱۳۹۳) و محمدی و همکاران (۱۳۸۹)، هم‌راستا است. با توجه به این فرضیه در مواردی که تمرکز مالکیت شرکت‌ها بالاتر است، کیفیت افشای اطلاعات رابطه بیشتری با تأمین مالی از طریق اخذ وام دارد و بر این اساس به اعتباردهندگان پیشنهاد می‌شود که در موارد با تمرکز مالکیت بیشتر، برای اعتباردهی توجه بیشتری به کیفیت افشای اطلاعات داشته باشند.

این پژوهش با محدودیت‌هایی نیز مواجه بوده است که باید موردتوجه قرار گیرد. نخستین محدودیت مربوط به ویژگی‌های خاص پژوهش‌های نیمه‌تجربی است که در حوزه علوم اجتماعی رایج است؛ به عبارت دیگر تأثیر متغیرهای دیگری که کنترل آن‌ها خارج از دسترس پژوهشگر است و امکان تأثیرگذاری آن‌ها بر نتایج پژوهش دور از ذهن نیست. متغیرهایی مانند وضعیت بازار سرمایه و غیره، متغیرهایی هستند که ممکن است در این تأثیرگذاری نقش داشته باشند؛ همچنین به دلیل ماهیت متفاوت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، این شرکت‌ها از جامعه موردنظر حذف شده‌اند؛ بنابراین تعمیم نتایج پژوهش باید با ملاحظه صورت پذیرد.

مبتنی بر نتایج پژوهش حاضر موارد زیر برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود:

- در پژوهش‌های آتی از شاخص‌های به‌موقع‌بودن و قابل‌اتکابودن اطلاعات به‌عنوان شاخص اندازه‌گیری کیفیت افشای اطلاعات در بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر تأمین مالی خارجی شرکت‌ها استفاده شود.

- در پژوهش‌های آتی تأثیر رشد شرکت‌ها و ساختار مالکیت بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی خارجی شرکت‌های غیرتولیدی بررسی شده و با نتایج پژوهش حاضر مقایسه شود.

- نقش تعدیل‌گری میزان سود پرداخت‌شده در رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی خارجی بررسی شود.

- نقش تعدیل‌گر ضریب ریسک‌گریزی در رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی خارجی مورد بررسی قرار گیرد.

- نقش تعدیل‌گر وضعیت بازار سرمایه بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی خارجی بررسی شود.

## منابع

1. Abbaszadeh, S., Jabarzadeh, S. & Mokhtari, B. (2012). Comparative Study of the Difference Between Ownership Structure and Capital Cost in Capital and Leverage Companies, *First National Conference on Accounting and Management*, Islamic Azad University, Noor Branch (In Persian).
2. Abzary, M., Dastgir, M. & Gholipour, A. (2007). Investigating and Analyzing the Financing Methods of Companies Listed in Tehran Stock Exchange, *Quarterly Journal of Economic Studies*, 4, 73-89 (In Persian).
3. Afshar, M., & Zamani, R. (2014). Explain the Relationship between Performance Performance Indicators and Performance Ranking with Corporate Growth, *Journal of Accounting Progress*, 6(1), 1-26 (In Persian).
4. Aflatouni, Abbas, Nikbakht, Zahra (2017). Investigating the effect of disclosure quality and accrual quality on the speed of capital structure adjustment, *financial accounting knowledge*, 4(4), 85-100. (In Persian)
5. Aghion, P., Fally, T., & Scarpetta, S. (2007). Credit constraints as a barrier to the entry and post-entry growth of firms. *Economic Policy*, 22(52), 731-790.
6. Alivar, Aziz (2002). Basic financial statements, First edition, *Audit Organization publications* (In Persian).
7. Bandariyan, A., Azizifar, S., Kiani Far, A. & Azizifar, R. (2015). Investigating the moderating effect of ownership structure on the relationship between the quality of disclosure of information and capital cost in Tehran Stock Exchange, *International Management Congress, Economy and Business Development*, Tabriz (In Persian).
8. Bulu, G. (2007). Characteristics of Profit and Cost of Ownership, PhD thesis, Allameh Tabatabaee University, Accounting Department (In Persian).
9. Dutta, S., Nezlobin, A. (2017). Information Disclosure, Firm Growth, and the Cost of Capital, *Journal of Financial Economics*, 123 (2), 415-431.
10. Etemadi, H. Babajani, J., Azar, A. & Dianati Deilami, Z. (2009). The Effect of Organizational Culture, Ownership Focus and Ownership Structure on the Information Quality of Financial Companies Listed in Tehran Stock Exchange, *Journal of Management sciences of Iran*, 4(15), 59-85 (In Persian).
11. Faraji, M. (1394). Investigating the Effect of Information Disclosure and Quality of Profit on the Investment Efficiency of Companies Accepted in Tehran Stock Exchange, Master's Thesis, Islamic Azad University, Sarab Branch (In Persian).
12. Fadaei, M. & Mayeli, M. R. (2014). Prioritizing Factors Affecting Financing in Iran Using Analytical Hierarchy Process, *Quarterly Journal of Financial and Economic Policy*, 2(6), 141-160 (In Persian).
13. Li-yan, F., Xiang, X., Tian-jiao, Z., & Jing, Z. (2016). Social Performance, Information Disclosure and Financing Constraints: A study based on the data of China's listed companies, *Journal of Beijing Jiaotong University (Social Sciences Edition)*, 1, 201-216.
14. Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217.
15. Gomariz, M. F. C., & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency, *Journal of Banking & Finance*, 40, 494-506.

16. Hassan, M. S.; Saleh, N. M. and Abd Rahman, M. R. C. (2008). Determinants of Financial Instruments Disclosure Quality among Listed Firms in Malaysia. Working paper, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
17. Hassas Yeganeh, Y. & Yaghubi Manesh, S. (2003). Effect of Audit Reports on Stock Price, *Accounting Studies*, 3, 27-58 (In Persian).
18. Hassas Yeganeh, Y. and Kheirolahi, M. (2008). Corporate Governance and Accountant Transparency, 23:74-79. (In Persian)
19. Heydari, M., Ghaderi, B. & Hamekhanei, S. (2017). Investigating the role of mediating information asymmetry in explaining the relationship between audit quality and financial policies, *financial management strategy*, 5(19), 93-126 (In Persian).
20. Hope, O. K., Thomas, W. B. & Vyas, D. (2009). "Transparency, ownership, and financing constraints in private firms". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract>.
21. Khajavi, S. & Salehinia, M. (2015). Financing Restrictions and Company Growth, Case Study: Accepted Companies in Exchange, *Financial Accounting*, 7(25), 29-48 (In Persian).
22. Kheirkhah, A. (2011). Investigating the relationship between financing activities and accruals items with stock returns of the manufacturing companies accepted in Tehran Stock Exchange, Master's thesis, Ferdowsi University of Mashhad, Faculty of Administrative and Economic Sciences (In Persian).
23. Lin, Z., Jiang, Y. & Y. Xu. (2011). Do modified audit opinions have economic consequences? Empirical evidence based on financial constraints. *Chine Journal of Accounting Research*, 4(3), 135-154.
24. Lin, C. Ma, Y. Malatesta, P. & Xuan, Y. (2013). Corporate ownership structure and the choice between bank debt and public debt, *Journal of Financial Economics*, 109(2), 517-534.
25. Matoufi, A., Riahi, A. & Mirkarimi, S. M. (2009). Disclosure of Information, Challenges to Financial Managers, *Quarterly Journal*, 85, 32-39 (In Persian).
26. Mohammadi, S., Qalibaf Asl, H. & Meshki, M. (2010). Investigating the Effect of Ownership Structure on Returns and Values of Accepted Companies in Tehran Stock Exchange, *Financial Research*, 11(28), 69-88 (In Persian)
27. Moradi, S., Fadaeinejad, M. & Ghorbani, M. (2017). Corporate ownership structure and timeliness of profit: Evidence from Tehran Stock Exchange, *Financial Management Outlook*, 17, 113-126 (In Persian).
28. Noravesh, I. & Ebrahimi Kurdler, A. (2005). Investigating and explaining the relationship between stockholders with information symmetry and the usefulness of performance measurement criteria, *accounting and auditing surveys*, 42, 97-124 (In Persian).
29. Owusu-Ansah, S. (1998). The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe. *International Journal of Accounting*, 33(5), 605-631.
30. Pakdel, G. (2011). Investigating the Empirical Effect of Institutional Ownership and Cash Flows on the Dividend Policy of Companies Accepted in Tehran Stock Exchange, Master's Thesis, Ferdowsi University of Mashhad (In Persian).
31. Rahimian, N. (2001). A Tailor in Methods of Financing Financial Instruments in Economic Units, *Journal of Accounting*, 146, 28-33 (In Persian).
32. Rahnama Roodposhti, F. & Aslani, A. (2008). Investigating the Relationship between Corporate Governance and Financing Methods and Profitability of

- Companies Acquired in Tehran Stock Exchange, *Journal of Future Studies in Management*, 19(3), 53-45 (In Persian).
33. Setayesh, M. H. & Gorgani Firoozjah, A. (2012). Investigating the Relationship between Ownership Structure and Financing Methods for Companies Acquired in Tehran Stock Exchange, *Accounting and Audit Research Journal*, 1(2), 34-52 (in Persian).
34. Setayesh, M. H. & Gorgani Firoozjah, A. (2014). The Effect of Contingent Audit Report on Financing Methods, *Journal of Audit Knowledge*, 13(53), 49-67 (In Persian).
35. Serrasqueiro, Z. & Nunes, P. (2011). Nonlinear relationships between growth opportunities and debt: Evidence from quoted Portuguese companies, *Journal of Business Research*, 63(8), 870-878.
36. Sinaei, H. & Rashidizad, F. (2010). Investigating the Relationship Between Market Shift Changes with Income Estimation and Future Growth Opportunities of Companies, *Accounting and Auditing*, 17(1), 31-46 (In Persian).
37. Xianhua Mi, H. S. & Cassandra, E. (2016). Financing, reputation and information disclosure quality in the Chinese market, *Journal of Applied Economics*, 36(9), 105-117.
38. Wallace, V. (2011). *The Economic Role of Auditing in Free Markets and Supervised Markets*, by Auditor General Hami Amir Aslani (In Persian).
39. Wang, T., Werner, E. M., Lin, Y., & Chang, H. (2018). The relationship between external financing activities and earnings management: Evidence from enterprise risk management, *International Review of Economics & Finance*, In Press, Accepted Manuscript.
40. Zhang, L., & Ding, S. (2006). The Effect of Increased Disclosure on Cost of Capital: Evidence from China. *Review of Quantitative Financial Accounting*, 27, 383-401.