

Examining the relationship between corporate transparency and financial constraints of Listed Companies in Tehran Stock Exchange

Esfandiyar mohammadi^{1*}, Farshad sabzalipour², Fatemeh dehghani³

1- Associate professor of business administration department of Ilam university, Ilam, Iran
e.mohamadi@ilam.ac.ir

2-Faculty member of accounting department of Ilam university, Ilam, Iran
f.sabzalipour@ilam.ac.ir

3-M.S student of industrial - finance management of high education institute of Bakhtar, Ilam, Iran
fatemeh_dehghan93@yahoo.com

Abstract

The purpose of this study is to examine the relationship between corporate transparency and financial constraints in the Tehran Stock Exchange. To this end, 118 companies, listed on the Tehran Stock Exchange, were selected as our sample in the period of 1383-1394 (2004-2015).

Applying panel data in multivariate logistic regression models, we tested the hypotheses of the research. In the present study, accounting earning transparency and discretionary accruals criteria represent corporate transparency; furthermore, KZ criterion measures the financial constraints. The Findings of this research reveal that there exists a negative and significant relationship between corporate transparency and financial constraints. This means that companies with more transparent financial information would face fewer restrictions while financing.

Keywords: corporate transparency, financial constraints, pooled data, KZ criterion.

بررسی رابطه شفافیت شرکتی و محدودیت در تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران

اسفندیار محمدی^{۱*}، فرشاد سبزلپور^۲، فاطمه دهقانی^۳

۱- دانشیار، گروه مدیریت، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه ایلام، ایران
e.mohamadi@ilam.ac.ir

۲- استادیار، گروه حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه ایلام، ایران
f.sabzalipour@ilam.ac.ir

۳- دانش‌آموخته کارشناسی ارشد، گروه مدیریت صنعتی، مؤسسه آموزش عالی باختر، ایلام، ایران
fatemeh_dehghan93@yahoo.com

چکیده

هدف این پژوهش بررسی رابطه بین شفافیت شرکتی و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این زمینه، تعداد ۱۱۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۴ انتخاب شد و فرضیه‌های پژوهش با تدوین الگوهای رگرسیون لجستیک چندمتغیره و با استفاده از داده‌های تلفیقی بررسی شد؛ برای سنجش شفافیت شرکتی نیز از دو معیار شفافیت سود حسابداری و اقلام تعهدی اختیاری و برای تعیین شرکت‌هایی که محدودیت در تأمین مالی دارند، از شاخص بومی شده KZ استفاده شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد شفافیت شرکتی با محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی‌داری دارد که این نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از نظر شفافیت شرکتی وضعیت بهتری دارند، در زمینه تأمین مالی با محدودیت کمتری روبه‌رو خواهند بود.

واژه‌های کلیدی: شفافیت شرکتی، محدودیت در تأمین مالی، داده‌های تلفیقی، رگرسیون لجستیک

مقدمه

گزارش‌های مالی یکی از منابع اطلاعاتی در دسترس بازارهای سرمایه است و انتظار می‌رود نقش مؤثری در توسعه سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی آنها ایفا کند. دانشمندان حرفه‌حسابداری همواره به دنبال پیدا کردن راه‌هایی برای افزایش شفافیت گزارش‌های مالی بوده‌اند؛ زیرا این گزارش‌ها ابزاری برای ادای مسئولیت پاسخگویی به نیازهای جامعه‌اند؛ برای مثال، بنا بر مفاهیم نظری گزارشگری مالی، هدف صورت‌های مالی، ارائه اطلاعات تلخیص و طبقه‌بندی شده درباره وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری است که برای طیف گسترده‌ای از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی سودمند است. دست‌یابی به این هدف مستلزم آن است که اطلاعات مزبور، کیفیت و شفافیت لازم را داشته باشد [۲].

مدیران بنگاه‌های اقتصادی با توجه به محدودیت‌های منابع مالی به‌ویژه در عرصه تجارت جهانی و تنگ‌شدن رقابت، زیر فشارهای زیادی قرار دارند تا هزینه‌های عملیاتی و بهای تمام‌شده را کاهش دهند و کم‌هزینه‌ترین نوع ساختار سرمایه را برای انجام فعالیت‌های بنگاه در راستای افزایش ارزش بنگاه، پرداخت به‌موقع بدهی‌ها، تداوم فعالیت و حضور بیشتر در بازارهای داخلی و خارجی برگزینند. این فشارها به‌طور معمول ازسوی گروه‌های مختلفی مانند سهامداران، مصرف‌کنندگان و سایر ذی‌نفعان به مدیران بنگاه‌ها وارد می‌شود [۱۹].

راهبرد تأمین مالی در شرکت‌ها از مباحث مهم دانشمندان مالی و حسابداری است. یکی از اهداف اصلی ارائه اطلاعات مالی، بهبود فرایند تصمیم‌گیری

به گونه مؤثر و مفید است و دست‌یابی به این هدف، مستلزم وجود اطلاعات مالی باکیفیت و شفاف است. اطلاعات مالی نقش مهمی در تسهیل جریان منابع مالی به درون شرکت‌ها بازی می‌کند و یکی از مهم‌ترین معیارهای تصمیم‌گیری تأمین‌کنندگان منابع مالی تلقی می‌شود [۳۰]؛ با این حال نکته مهم در این زمینه، شفافیت اطلاعات مالی منتشرشده ازسوی شرکت‌هاست. به نظر برخی پژوهشگران مانند هوپ^۱ و همکارانش (۲۰۰۹) شفافیت اطلاعات مالی ازسوی فراهم‌کنندگان برون‌سازمانی سرمایه، محدودیت در تأمین مالی و هزینه تأمین سرمایه شرکت را کاهش می‌دهد. یکی از اهداف در نظر گرفته‌شده برای اطلاعات مالی، این است که عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد که این خود سبب فراهم کردن مبنایی مناسب برای تأمین‌کنندگان برون‌سازمانی سرمایه درباره ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و نظارت بر عملکرد مدیران می‌شود [۲۱]. افشای کامل همراه با شفافیت مالی، قادر است شرایط مطمئنی ایجاد کند و اعتماد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را بهبود بخشد. تا زمانی که صورت‌های مالی یک شرکت شفاف باشد، بی‌اعتمادی به شرکت به حداقل می‌رسد و در نتیجه آن، هزینه تأمین منابع مالی کمتر می‌شود [۳۶]. پژوهشگران بسیاری معتقدند شرکت‌های با شفافیت شرکتی بالاتر، محدودیت کمتری در تأمین منابع مالی دارند؛ آنها چنین استدلال می‌کنند که به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی کمتر در شرکت‌های با شفافیت شرکتی بالاتر، این شرکت‌ها درباره تأمین مالی کمتر به تضمین نیاز دارند؛ بنابراین، کمتر از نظر تأمین مالی با محدودیت روبه‌رو می‌شوند [۳۱]. با توجه به این توضیحات، سؤال اصلی مطرح‌شده در این

پژوهش آن است که آیا متفاوت بودن شفافیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با محدودیت در تأمین مالی آنها رابطه معنی‌داری دارد یا خیر.

مبانی نظری

شفافیت جزء جدایی‌ناپذیر گزارشگری مالی جدید است. شفافیت شرکتی، یکی از عناصر چهارچوب حاکمیت شرکتی قوی تلقی می‌شود؛ از این نظر که مبنایی برای تصمیم‌گیری آگاهانه توسط سهامداران، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان بالقوه در زمینه تخصیص سرمایه و نظارت بر عملکرد مدیریت فراهم می‌کند. به بیان ساده‌تر، شفافیت شرکتی درجه‌ای است که براساس آن اطلاعات به‌طور گسترده در دسترس، مربوط، مستند، باکیفیت و به‌موقع باشد. شفافیت شرکتی قادر است شرایط مطمئنی ایجاد کند و اعتماد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را به‌ویژه در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی افزایش دهد. قانون‌گذاران و صاحب‌نظران حوزه مالی بر اهمیت شفافیت تأکید زیادی کرده‌اند که این امر سبب معرفی قواعد و رویه‌های متعددی برای اطمینان از افشای اطلاعات مالی مستند و به‌موقع در طول زمان شده است. شفافیت در گزارشگری مالی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مشارکت‌کنندگان، بازار را قادر می‌کند وضعیت مالی شرکت را ارزیابی کند [۱۳].

یافته‌های پژوهش‌های موجود نشان می‌دهد شفافیت شرکتی یکی از مهم‌ترین عواملی است که موجب جذابیت شرکت از دید سرمایه‌گذاران می‌شود. بر مبنای این پژوهش‌ها، شفافیت شرکتی قادر است اعتماد جامعه سرمایه‌گذاران را افزایش دهد. در مقابل، نبود شفافیت ممکن است موجب بدبینی و درنهایت سبب

ارزش‌گذاری ضعیف شرکت و بی‌اعتمادی شود؛ این بی‌اعتمادی، نوعی ریسک اطلاعاتی برای بازیگران بازار به‌دنبال دارد و تأمین سرمایه در این شرایط مستلزم بازده بالاتر و در نتیجه هزینه سرمایه بیشتر خواهد بود که کاهش قیمت سهم و عدم نقدشوندگی آن را به‌دنبال دارد. شفافیت سبب افزایش آگاهی و اطمینان سرمایه‌گذاران می‌شود و انتظار می‌رود کاهش هزینه سرمایه شرکت را به‌دنبال داشته باشد؛ بنابراین، بازارها به افشای داوطلبانه و شفاف‌سازی پاداش می‌دهند [۳۰، ۲۳، ۱۰، ۸، ۶].

نظریه‌های مالی پیش‌بینی می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و تأمین‌کنندگان سرمایه خارجی، بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت تأثیر دارد؛ برای مثال، اگر مدیران اطلاعات بیشتری درباره دورنمای آتی شرکت در اختیار داشته باشند، مسئله انتخاب نادرست به وجود می‌آید که این موضوع ممکن است بر هزینه و دسترس‌پذیری منابع تأمین مالی تأثیر بگذارد [۴۲]. این دیدگاه در تقابل کامل با الگوی سرمایه‌گذاری نئو کلاسیک استاندارد است [۲۷]. بدین معنی که تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت از طریق فرصت‌های رشد تعیین می‌شود و کلیه پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت، تأمین مالی می‌شوند [۳۰]. در این پژوهش این فرضیه بررسی می‌شود که شفافیت شرکتی و ارائه اطلاعات شفاف قادر است این موانع تأمین مالی مرتبط با اطلاعات را کاهش دهد. به طوری که شرکت‌های با شفافیت بیشتر، دسترسی بیشتری به گزینه‌های تأمین مالی از طریق بازار دارند و در نتیجه با محدودیت کمتری در تأمین منابع مالی روبه‌رو هستند. این انتظارات بر ادبیات نظری مبتنی است که انتخاب رویه‌های افشای اطلاعات

1 Adverse Selection Problem

2 Neoclassical Investment Model

مدیران شود [۲۱، ۱۶، ۱۰]. در این زمینه، برخی پژوهشگران نظیر بالا کریشنان^۲ و همکاران (۲۰۱۱) چنین استدلال می‌کنند که شرکت‌های ارائه‌کننده اطلاعات مالی شفاف، محدودیت کمتری در تأمین منابع مالی دارند؛ زیرا به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی کمتر در شرکت‌های با اطلاعات شفاف‌تر، این شرکت‌ها در زمینه تأمین مالی، کمتر به تضمین نیاز دارند؛ بنابراین، از نظر تأمین مالی کمتر با محدودیت روبه‌رو می‌شوند؛ در نتیجه مهم‌ترین سؤالی که مطرح می‌شود این است که شفافیت این اطلاعات چه تأثیری بر تصمیم‌گیری فراهم‌کنندگان منابع مالی شرکت و در نتیجه محدودیت در تأمین منابع مالی دارد. اگر فراهم‌کنندگان منابع مالی شرکت‌ها اطلاعات مالی شرکت‌ها را شفاف تلقی کنند، انتظار می‌رود منابع سرمایه‌ای خود را با هزینه کمتر و شرایط آسان‌تری در اختیار آنها قرار دهند که در نتیجه آن شرکت‌ها با محدودیت‌های کمتری در تأمین منابع مالی خود روبه‌رو می‌شوند.

تعدادی از پژوهشگران قبلی نظیر بارث^۳ و همکاران (۲۰۰۸)، بوتوسان^۴ (۱۹۹۷) و لانگ و لاند هولم^۵ (۲۰۰۰) افشای اطلاعات شفاف را با هزینه‌های کمتر و دسترس‌پذیری بیشتر سهام سرمایه و وجوه بدهی مرتبط دانسته‌اند؛ اما شناسایی رابطه علی بین شفافیت شرکتی و تأمین مالی همچنان چالش برانگیز است. این موضوع تا حدودی، نتیجه مسئله متغیرهای حذف‌شده کلاسیک است که بر اساس آن احتمال می‌رود عامل مسائل اندازه‌گیری نظیر تغییر در فرصت‌های سرمایه‌گذاری، بر هزینه و دسترس‌پذیری منابع تأمین مالی نظیر محدودیت‌های مالی و همچنین بر شفافیت شرکتی

شفاف را در الگوهای سرمایه‌گذاری و تأمین مالی با عدم تقارن اطلاعاتی لحاظ می‌کند؛ در واقع، چنین الگوهای رابطه منفی بین هزینه و محدودیت در تأمین منابع مالی و میزان عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد درون‌سازمانی و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی را پیش‌بینی می‌کند. از دیدگاه مایرز و ماجلوف اگر شرکت از طریق اوراق بهادار حساس به اطلاعات، تأمین مالی شود، عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد درون و برون‌سازمانی، اهمیت بیشتری خواهد داشت [۴۲]. عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر بین سرمایه‌گذاران ممکن است سبب کاهش نقدشوندگی شود؛ به‌ویژه اگر سرمایه‌گذاران جزء از حضور در بازار منع شوند [۱۸، ۱۵]؛ بنابراین، برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی مرتبط با اطلاعات، مدیران با محدودیت مالی ممکن است انگیزه پیدا کنند افشای اطلاعات را افزایش دهند و شفافیت شرکتی را بهبود بخشند. این موضوع فرضیه اصلی است که در این پژوهش آزمون می‌شود.

ادبیات نظری نشان می‌دهد اطلاعات مالی منتشرشده از طریق شرکت‌ها، منبع اساسی تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه است؛ زیرا این اطلاعات عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران، سرمایه‌گذاران، نهادهای قانون‌گذار و سایر ذی‌نفعان را کاهش می‌دهد؛ اما آنچه در این زمینه اهمیت دارد این است که تنها کمیت اطلاعات افشاشده مطرح نیست؛ بلکه کیفیت و شفافیت اطلاعات منتشره از سوی شرکت‌ها مهم‌تر است [۲۸]؛ به بیان دیگر، در چنین وضعیتی شفافیت شرکتی نقش مهمی ایفا می‌کند. اطلاعات مالی شفاف قادر است از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، سبب دستیابی شرکت‌ها به فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب و بهبود نقش نظارتی

2Balakrishnan

3Barth

4Botosan

5Lang & Lundholm

1Myers & Majluf

قطعیت‌نداشتن اطلاعات افزایش می‌یابد، سرمایه‌گذاران جریان منابع سرمایه‌ای خود را به شرکت‌ها محدود می‌کنند یا میزان بازده مدنظر خود را افزایش می‌دهند که این دو موضوع بر محدود کردن فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. اینجاست که اطلاعات مالی نقش خود را ایفا می‌کند. با این حال، فاکتور مهم در این رابطه، شفافیت یا اعتبار اطلاعات مالی است. تنها زمانی که تأمین‌کنندگان خارجی، منابع مالی اطلاعات مالی را شفاف تلقی کنند، ریسک اطلاعاتی ارزیابی شده توسط سرمایه‌گذاران و در نتیجه محدودیت مالی شرکت کاهش می‌یابد. در ادامه ادبیات تجربی مرتبط با موضوع پژوهش ارائه می‌شود.

ادبیات تجربی در زمینه محدودیت در تأمین مالی نشان می‌دهد پژوهشگران حوزه حسابداری و مالی از دیرباز به پژوهش درباره مسائل تأمین مالی توجه کرده‌اند. تعدادی از این مطالعات نشان داده است شرکت‌های با ارتباطات سیاسی (متصل به دولت)، هیچ‌گونه محدودیتی در تأمین منابع مالی خود ندارند [۱۱]. برخی دیگر از پژوهش‌های انجام‌شده در سایر کشورها نشان می‌دهد شرکت‌های با ساختار مالکیت نهادی و دولتی، نسبت به شرکت‌های با مالکیت خارجی، خانوادگی و مدیریتی، از نظر تأمین مالی محدودیت کمتری دارند. از سوی دیگر، ادبیات مالی گسترده‌ای درباره رابطه محدودیت در تأمین مالی با متغیرهایی نظیر عملکرد، بازدهی و سرمایه‌گذاری وجود دارد؛ برای نمونه، راجان و زینگالس^۴ (۱۹۹۸) و آقایی و همکاران (۲۰۱۵) نشان دادند در چهارچوب محدودیت‌های تأمین مالی، نقص‌های بازار مالی بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها، ارزش و رشد شرکت

تأثیرگذار باشد. با این حال یکی از اولین پژوهش‌هایی که در زمینه موضوع این پژوهش به‌طور خاص، اثرات کیفیت اطلاعات حسابداری بر محدودیت در تأمین مالی را بررسی کرده است، پژوهش هوپ و همکاران (۲۰۰۹) است. آنان نشان دادند شرکت‌های با شفافیت بالای اطلاعات مالی، محدودیت کمتری در تأمین مالی دارند. همچنین وجود سهامداران کنترل‌کننده، بر رابطه بین شفافیت اطلاعات مالی و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. همچنین یافته‌های پژوهش بی‌تی^۱ و همکاران (۲۰۱۰) نشان می‌دهد افزایش کیفیت اطلاعات سبب افزایش دسترس‌پذیری شرکت‌ها به منابع مالی موردنیاز و در نتیجه کاهش محدودیت منابع مالی می‌شود. به بیان دیگر، به آن دسته از شرکت‌هایی که اطلاعات شفاف‌تری را افشا می‌کنند، از سوی فراهم‌کنندگان منابع مالی توجه بیشتری می‌شود؛ بنابراین، منابع مالی خود را آسان‌تر و با هزینه کمتری تأمین خواهند کرد؛ از این رو، با توجه به اینکه محدودیت‌های مالی سبب محدودیت در سودآوری و رشد شرکت‌ها و در نهایت کاهش سرعت توسعه اقتصادی کشورها می‌شود، شناسایی و مطالعه عوامل تأثیرگذار بر محدودیت‌های مالی شرکت‌ها، اهمیت بسزایی دارد. بررسی تأثیر شفافیت شرکتی بر محدودیت مالی همسو با پژوهش‌هایی است که دریافته‌اند سرمایه‌گذاران، خواستار دریافت میزان بازده بالاتر برای جبران ریسک بالاتر سرمایه‌گذاری‌اند. یافته‌های پژوهش‌های ایسلی و اوهارا^۲ (۲۰۰۴) و لامبرت^۳ و همکاران (۲۰۰۷) نشان می‌دهد ریسک اطلاعاتی ناشی از قطعیت‌نداشتن اطلاعات، منبعی مهم برای ریسک تلقی می‌شود. وقتی

1Beaty
2Easley & Ohara
3Lambert

4Rajan & Zingales

تأثیرگذار است. یافته‌های پژوهش هوول^۱ (۲۰۱۶) نشان می‌دهد افزایش محدودیت‌های مالی و در نتیجه کاهش سطح منابع مالی شرکت‌ها، بر عملکرد فعالیت‌های نوآورانه شرکت‌ها به طور منفی تأثیر می‌گذارد. کاشانی‌پور و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، به میزان بیشتری حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی دارند. کنعانی‌امیری (۲۰۰۸) و گواریگک لیا و یانگک^۲ (۲۰۱۶)، برادران حسن‌زاده و همکاران (۲۰۱۳) و گو تام و ویدیا^۳ (۲۰۱۳) نیز دریافتند محدودیت مالی، با بازده سهام، کارآیی سرمایه‌گذاری و رشد شرکت رابطه معناداری دارد. همچنین مطالعات انجام‌شده در حوزه شفافیت نشان می‌دهد شفافیت اطلاعات بر متغیرهای مختلفی تأثیر دارد. دبوسکی و گایلت^۴ (۲۰۱۴)، نگین تاجی و هاشمی گل‌سفیدی (۲۰۱۵)، الیوت^۵ و همکاران (۲۰۱۰)، لی چیو^۶ (۲۰۰۹)، لئوز و وینسوج^۷ (۲۰۰۸)، مشایخ و سادات نصیری (۲۰۱۶)، هاشمی و همکاران (۲۰۱۰)، بادآورنهدی و همکاران (۲۰۱۴) در مطالعات خود نشان دادند شفافیت شرکتی (اطلاعات) با متغیرهای هزینه سرمایه، بازده سهام، قیمت‌گذاری، عملکرد و ارزش شرکت، ثروت سهامداران و کارآیی سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری دارد. ازسوی دیگر، مطالعات زیادی نیز در زمینه رابطه بین محدودیت در تأمین مالی و جنبه‌های مختلف شفافیت انجام شده است؛ برای نمونه بیدل و همکاران (۲۰۰۹) نشان داده‌اند کیفیت بالای گزارشگری مالی، اثرات منفی

محدودیت در تأمین مالی بر سرمایه‌گذاری‌ها را از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش می‌دهد. ازسوی دیگر، تعداد چشمگیری از پژوهش‌های تجربی به پیامدهای افزایش شفافیت اطلاعات از نظر تأثیر بر عملکرد، بازده و سایر متغیرها توجه کرده‌اند [۴۴، ۲۴]. افزایش افشای اطلاعات حسابداری و شفافیت، سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. همچنین شفافیت بر رفتار پیش‌بینی تحلیلگران مالی از نظر کاهش قیمت‌گذاری نادرست و افزایش درستی پیش‌بینی آنان تأثیرگذار است. از طرف دیگر، به تأثیر ساختارهای مالکیت در حاکمیت شرکتی و شفافیت اطلاعات مالی نیز در ادبیات تجربی توجه شده است. چن^۸ و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود با بررسی تأثیر سطح افشای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بر سطح محدودیت در تأمین مالی دریافتند شرکت‌هایی که فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌ای را به طور شفاف افشا می‌کنند، با محدودیت‌های کمتری در زمینه تأمین منابع مالی برای پروژه‌های نوآورانه روبه‌رو هستند.

با توجه به پیشینه پژوهش‌های انجام‌شده در سایر کشورها، مطالعه درباره رابطه شفافیت شرکتی با محدودیت در تأمین مالی در سایر بازارهای مالی به ویژه بازارهای توسعه یافته از دیرباز در کانون توجه پژوهشگران بوده است؛ ولی در فضای ایران، درباره این موضوع به طور عمده از نظر رابطه یا تأثیر محدودیت‌های مالی بر جنبه‌های عملکردی و پیامدهای آن نظیر تأثیر این محدودیت‌ها بر کارآیی سرمایه‌گذاری (برادران حسن‌زاده و همکاران، ۲۰۱۳)، ارزش شرکت (بادآورنهدی و درخور، ۲۰۱۳) و بازده سهام (فتاحی، ۲۰۱۶) مطالعه شده است؛ بنابراین، بررسی رابطه محدودیت در تأمین مالی و شفافیت

1Howell
2Guariglia & Yang
3Gautam & Vaidya
4Deboskey & Gillett
5Elliot
6Li-Chiu
7Leuz & Winsock

شرکتی در محیط‌های کمتر توسعه یافته نظیر ایران مهم است؛ زیرا ایران سطوح متفاوتی از مؤلفه‌های محیط قانونی، شفافیت و پاسخگویی و حمایت از سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را دارد. این پژوهش رابطه یکی از ویژگی‌های خاص شرکت‌ها یعنی محدودیت در تأمین مالی را بررسی کرده است. این ویژگی خاص شرکت‌ها در پژوهش‌های مربوط به حوزه رفتار گزارشگری مالی به‌ویژه شفافیت شرکتی نادیده گرفته شده است. در نتیجه این پژوهش با بررسی خود در این زمینه، بینش وسیع‌تری درباره مطالعات قبلی فراهم می‌کند؛ بینشی مبنی بر اینکه شفافیت شرکتی در تصمیم‌تأمین‌کنندگان مالی برای فراهم کردن منابع سرمایه‌ای شرکت تأثیرگذار است. همچنین به ادبیات مربوط به شفافیت شرکتی در محیط ایران می‌افزاید.

براساس ادبیات نظری و تجربی ارائه‌شده در بخش‌های قبل، اطلاعات مالی شفاف ممکن است از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، سبب دستیابی شرکت‌ها به فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب و بهبود نقش نظارتی مدیران شود. شرکت‌های با شفافیت شرکتی بالاتر، محدودیت کمتری در تأمین منابع مالی دارند. این شرکت‌ها، به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی کمتر و اعتماد بیشتر تأمین‌کنندگان مالی به اطلاعات آنها، درباره تأمین مالی کمتر به تضمین نیاز دارند، هزینه تأمین مالی کمتری دارند و در نتیجه با محدودیت کمتری برای تأمین مالی روبه‌رو هستند. از سوی دیگر، شرکت‌های با شفافیت کمتر، با نظارت بیشتر از سوی تأمین‌کنندگان مالی و بندهای محدودکننده بیشتری روبه‌رو هستند و همین موضوع سبب ایجاد محدودیت بیشتر در تأمین مالی می‌شود؛ بنابراین، انتظار می‌رود شفافیت شرکتی با محدودیت

در تأمین مالی رابطه معنی‌داری داشته باشد [۳۰، ۲۸، ۴]. بر همین اساس، فرضیه اصلی پژوهش حاضر به شرح زیر است:

فرضیه اصلی: بین شفافیت شرکتی و محدودیت در تأمین مالی رابطه معناداری وجود دارد.

از آنجا که در این پژوهش معیارهای سنجش شفافیت شرکتی شامل شفافیت سود حسابداری و مدیریت سود (کیفیت اقلام تعهدی) است، برای آزمون فرضیه اصلی پژوهش، دو فرضیه فرعی زیر مطرح می‌شود:

فرضیه فرعی ۱:

بین شفافیت سود حسابداری و محدودیت در تأمین مالی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲:

بین کیفیت اقلام تعهدی و محدودیت در تأمین مالی رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ ماهیت، توصیفی - همبستگی است و در حوزه مطالعات پس‌رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) قرار دارد. جامعه آماری آن، همه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۴ است. در انتخاب شرکت‌ها شرایط زیر در نظر گرفته شده است: سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه است؛ به دلیل ماهیت خاص فعالیت، تنها از اطلاعات شرکت‌های تولیدی استفاده می‌شود و شرکت‌های فعال در سایر بخش‌ها (سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها، واسطه‌گری‌ها و شرکت‌های خدماتی، پیمانکاری و کشاورزی) حذف می‌شوند. همچنین، از شرکت‌هایی استفاده می‌شود که سهام آنها به‌طور مرتب در تالار بورس معامله شده و طی

خطی، معمولی است. در الگوی رگرسیون لجستیک برای بررسی معناداری کلی الگوی رگرسیون و ضرایب به ترتیب از آماره^۳ LR و آماره^۴ Z و برای بررسی تغییرات متغیر وابسته به ازای تغییر در متغیرهای مستقل (توان تبیین الگو) از ضریب تعیین مک فادن^۴ استفاده می‌شود.

بر اساس مطالب گفته شده، متغیر مستقل این پژوهش شفافیت شرکتی است که برای اندازه‌گیری آن از دو معیار شفافیت سود و مدیریت سود (اقدام تعهدی اختیاری) استفاده می‌شود. برای اندازه‌گیری شفافیت سود از الگوی بارث و همکاران (۲۰۰۸) استفاده می‌شود. در این الگو شاخصی که میزان شفافیت سود را اندازه‌گیری می‌کند، ضریب تعیین (R^2) است که از رگرسیون بازده سهام در برابر سود و تغییرات آن به دست می‌آید. برای اندازه‌گیری شفافیت، الگوی زیر برآورد شده است:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{E_{it}}{P_{it}} + \alpha_2 \frac{\Delta E_{it}}{P_{it-1}}$$

یا

$$\frac{R_{it}}{P_{t-1}} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t + (P_t - P_n) \times \alpha + P_t \times \beta}{P_{t-1}}$$

در روابط ذکر شده، R_{it} ، میزان بازده هر سهم بین تاریخ دو مجمع، P_n ارزش اسمی سهم، D_t سود نقدی تقسیمی هر سهم، α درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران، β درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته یا سود انباشته، E_{it} ، سود هر سهم قبل از اقسام غیرعادی شرکت i در دوره t ، ΔE_{it} ، تغییرات سود هر سهم قبل از اقسام غیرعادی شرکت از دوره $t-1$ تا $t-1$ و P_{it-1} ، قیمت هر سهم شرکت در ابتدای دوره است. معیار دوم برای سنجش شفافیت شرکتی،

بازه زمانی پژوهش از فهرست شرکت‌های پذیرفته شده، حذف نشده است و داده‌های لازم در دوره پژوهش برای آنها به‌طور کامل در دسترس باشد. با توجه به این محدودیت‌ها، تعداد ۱۱۸ شرکت برای نمونه انتخاب شد.

همه داده‌های مورد نیاز با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و بانک‌های اطلاعاتی تهیه شده توسط مرکز اطلاع‌رسانی بورس و اوراق بهادار تهران و سایت کدال جمع‌آوری شده است. پس از گردآوری داده‌ها، از نسخه^۲ ۲۰۱۰ نرم‌افزار اکسل، برای طبقه‌بندی و آماده‌سازی آنها و انجام محاسبات و از نرم‌افزار Eviews برای برآزش الگوها و انجام آزمون‌های آماری استفاده شد. با توجه به اینکه ساختار داده‌ها شامل دو بعد زمان و مقطع است، استفاده از رگرسیون ساده (مقطعی) یا رگرسیون سری‌های زمانی به‌تنهایی مناسب نیست و از سوی دیگر، با توجه به استفاده از الگوی لجیت، از روش داده‌های تلفیقی استفاده شده است.

در این پژوهش متغیر وابسته یعنی محدودیت در تأمین مالی، پیوسته نیست و تنها دو نتیجه ممکن را دارد و قادر است تنها یکی از دو ارزش صفر و یک را بپذیرد که ارزش ۱ به معنای وقوع رویداد (وجود محدودیت در تأمین مالی) و ارزش صفر به معنای واقع نشدن رویداد (نبود محدودیت در تأمین مالی) است؛ در نتیجه از دو روش آماری تحلیل تمایزات^۱ و رگرسیون لجستیک^۲ استفاده می‌شود. رگرسیون لجستیک ابزار قوی‌تری نسبت به تحلیل تمایزات است. در رگرسیون لجستیک به‌جای حداقل کردن مجذور خطاها که در رگرسیون خطی انجام می‌شود، احتمال وقوع یک رویداد حداکثر می‌شود؛ از این رو، معیارهای به‌کاررفته برای آزمون معنی‌داری کلی الگو و ضرایب متفاوت از رگرسیون

3Likelihood Ratio Statistic
4McFadden R Square

1Discriminant Analysis
2Logistics Regression

$$DACC_{it} = TACC_{it}/TA_{i,t-1} - \{\alpha_1(1/TA_{i,t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}/TA_{i,t-1})\} + \alpha_3(PPE_{it}/TA_{i,t-1}) + \alpha_4(\Delta CFO_{it}/TA_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$$

پس از انجام این محاسبات، میزان ارقام تعهدی اختیاری، معیار کمبود شفافیت شرکتی در نظر گرفته می‌شود؛ بنابراین، با استناد به استدلال دیچاو و همکاران (۲۰۰۵) برای اندازه‌گیری معیار کمبود شفافیت شرکتی در هر دوره، مجموع قدر مطلق ارقام تعهدی اختیاری سه دوره قبل در نظر گرفته می‌شود.

متغیر وابسته پژوهش، محدودیت در تأمین مالی است. برای تشخیص شرکت‌هایی که در تأمین مالی محدودیت دارند، از شاخص محدودیت در تأمین مالی KZ استفاده شده است. دانگمی^۳ (۲۰۰۹) با توسعه مطالعه کیپلن و زینگالس^۴ (۱۹۹۷)، شاخصی را معرفی کرد که براساس آن شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی شناسایی می‌شوند. بر این اساس، شرکت‌هایی که از این شاخص بیشترین مقدار را داشته باشند، شرکت‌های با محدودیت بیشتر در تأمین مالی محسوب می‌شوند. شاخص KZ به شرح زیر محاسبه می‌شود:

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

در این رابطه، KZ، شاخص محدودیت در تأمین مالی، CFO، جریان وجه نقد به دست آمده از عملیات، Q-tobin، نسبت کیوتوین، Lev، نسبت اهرمی، Div، سود سهام پرداختی و C، موجودی نقد است. با توجه به تفاوت وضعیت اقتصادی و تجاری ایران با آمریکا و کشورهای اروپایی، استفاده از ضرایب شاخص بالا

مدیریت سود (ارقام تعهدی اختیاری) است. براساس استدلال دیچاو^۱ و همکاران (۲۰۰۵)، مدیران عموماً یک تا سه سال قبل از کشف مدیریت سود، در سود تصرف می‌کنند و برای این تصرف، به طور عمده از ارقام تعهدی اختیاری استفاده می‌کنند. در مطالعه حاضر، برای اندازه‌گیری ارقام تعهدی اختیاری، الگوی کازنیک^۲ (۱۹۹۹) استفاده می‌شود. در این زمینه، ابتدا کل ارقام تعهدی اختیاری از طریق کسر کردن جریان نقد عملیاتی (CFO) از سود خالص قبل از ارقام غیرمترقبه (NI) محاسبه می‌شود؛ سپس، برای تخمین پارامترهای α_1 ، α_2 و α_3 ، الگوی زیر برآزش می‌شود که مبتنی بر الگوی کازنیک است:

$$\frac{TACC_{it}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_1(1/TA_{i,t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}/TA_{i,t-1}) + \alpha_3(PPE_{it}/TA_{i,t-1}) + \alpha_4(\Delta CFO_{it}/TA_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$$

TA_{it} ، ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت، ΔREV_{it} ، تغییر در درآمد فروش شرکت i بین سال t و $\Delta REC_{it,t-1}$ ، تغییر در حساب‌های دریافتی شرکت i بین سال t و $t-1$ ، PPE_{it,t-1}، اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات ناخالص و ε_{it} ، اثرات نامشخص عوامل تصادفی را نشان می‌دهد. پس از برآزش الگوی ذکر شده، از پارامترهای برآوردی α_1 ، α_2 و α_3 برای محاسبه ارقام تعهدی اختیاری برآوردی استفاده می‌شود و مابه‌التفاوت آن با ارقام تعهدی واقعی (که در الگوی ذکر شده اندازه‌گیری شد)، به منزله ارقام تعهدی اختیاری در نظر گرفته می‌شود:

3Dongmei
4Kaplan & Zingales

1Dechow
2Kasznik

$$FinCons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Trans_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این الگو، $FinCons$ ، متغیری مجازی است؛ بدین معنی که اگر براساس معیار KZ محاسبه شده، شرکت مدنظر در پنجک چهارم و پنجم قرار گیرد (یعنی محدودیت در تأمین مالی داشته باشد)، برابر با عدد ۱ و در غیر این صورت برابر با صفر خواهد بود. $Trans$ ، نشان‌دهنده شفافیت شرکتی است که برای آزمون فرضیه فرعی ۱ برابر با شفافیت سود حسابداری و در آزمون فرضیه فرعی ۲ برابر با شاخص مدیریت سود (اقدام تعهدی) خواهد بود. $Size$ ، برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها در پایان دوره مالی شرکت است، Lev ، برابر با نسبت بدهی‌ها به دارایی‌هاست، $Grow$ ، از حاصل تقسیم تفاضل فروش جاری و فروش سال گذشته بر فروش سال گذشته محاسبه می‌شود و Age ، برابر با تعداد سال‌های سپری شده از سال تأسیس شرکت است.

یافته‌ها

با توجه به مطالب ارائه شده در بخش‌های قبل و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، در ادامه ابتدا آمار توصیفی متغیرهای پژوهش و سپس نتایج برآزش الگوهای رگرسیونی پژوهش ارائه می‌شود:

امکان‌پذیر نیست؛ بنابراین، در پژوهش حاضر از شاخص KZ بومی شده در پژوهش تهرانی و حصارزاده (۲۰۰۹) براساس وضعیت اقتصادی ایران، به شرح زیر استفاده می‌شود:

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

که در آن KZ_{IR} ، محدودیت تأمین مالی بومی شده است. 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؛ سپس شرکت‌ها با توجه به مقادیر KZ محاسبه شده از کوچک‌ترین (پنجک اول) به بزرگ‌ترین (پنجک آخر) مرتب می‌شوند. شرکت‌هایی که در پنجک چهارم و پنجم قرار گیرند، به لحاظ تأمین مالی محدودیت دارند؛ سپس چنانچه شرکت موردنظر در پنجک چهارم و پنجم باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت، عدد صفر در نظر گرفته می‌شود. برای کنترل سایر متغیرهایی که به گونه‌ای در تجزیه و تحلیل مسئله پژوهش مؤثرند، با استناد به پژوهش‌های هوپ و همکاران (۲۰۰۹)، ایرانی و اوسپیچ (۲۰۱۵) و دبوسکی و گایلت (۲۰۱۴)، از متغیرهای زیر به منزله متغیرهای کنترلی استفاده می‌شود: اندازه شرکت که برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها در پایان سال مالی است، اهرم مالی که برابر با نسبت بدهی‌ها به دارایی‌هاست، نسبت رشد که برابر با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است، عمر شرکت که برابر با تعداد سال‌های سپری شده است و سال تأسیس شرکت.

با توجه به مطالب گفته شده در زمینه تعریف عملیاتی متغیرها، از الگوی رگرسیون لجستیک زیر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده می‌شود:

جدول (۱) آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	حداقل	حداکثر
شفافیت سود حسابداری	۷/۴۸	۸/۰۱	۲/۱۲	-۰/۷۸	۳	۱۲
کیفیت اقلام تعهدی	۱۸۹/۱۲	۱۶۹/۰۵	۳۸/۲۰۳	۳/۲۶۱	۱۳/۴۲	۳۷۲/۸۱
اندازه شرکت	۱۳/۵۷	۱۳/۳۰	۱/۵۴	۰/۸۵	۱۰/۴۳	۱۹/۶۱
اهرم مالی	۰/۶۷۰۱	۰/۶۵۳۰	۰/۳۱۴۸	۲/۲۳	۰/۰۶۴	۲/۵۴
رشد شرکت	۱/۴۲۶	۰/۱۲۰۶	۱۶/۵۹۳	۱۴/۸۱	-۰/۹۸۲	۸۹/۴۷
عمر شرکت	۳۱/۴	۲۷/۱	۴/۰۱۲	۳/۳۰۲	۶	۵۷

بر اساس یافته‌های جدول (۱)، میانگین شفافیت سود حسابداری برای شرکت‌های نمونه برابر با ۷/۴۸ است که مقایسه آن با مقدار میانه (۸/۰۱) نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه، شفافیت سود نسبتاً پایینی دارند. میانگین اهرم مالی نشان می‌دهد حدود ۶۷ درصد از ساختار سرمایه شرکت‌ها را بدهی تشکیل می‌دهد. مقدار

حداقل و حداکثر اندازه شرکت به ترتیب برابر با ۱۰/۴۳ و ۱۹/۶۱ است که نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه، تنوع زیادی دارند و این سبب افزایش اعتبار نتایج می‌شود. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از الگوی رگرسیون لجستیک به روش داده‌های تلفیقی در جدول‌های (۲) و (۳) ارائه شده است.

جدول (۲) نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

$FinCons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Trans_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی داری
مقدار ثابت	۶/۰۳۴۲	۲/۶۷۸۳	۲/۶۸۶۱	۰/۰۰۷۲
شفافیت سود حسابداری (Earning_Trans)	-۱/۷۶۵۲	۰/۲۰۹۵	-۳/۶۲۸۱	۰/۰۰۰۳
اندازه شرکت (Size)	-۲/۴۹۲۶	۰/۸۱۵۴	-۲/۷۰۰۷	۰/۰۰۳۶
اهرم مالی (Lev)	-۱/۷۰۴۲	۰/۱۶۷۶	-۳/۵۶۳۳	۰/۰۰۰۴
رشد شرکت (Grow)	۴/۱۹۸۳	۰/۱۹۳۸	۲/۰۸۲۴	۰/۰۲۷۹
عمر شرکت (Age)	۰/۱۹۴۷	۰/۱۵۸۵	۰/۷۴۹۲	۰/۴۵۳۷
ضریب تعیین مک فادن	LR آماره	LR آماره	سطح معنی داری آماره LR	
۰/۲۱۰۶	۳۵/۸۵۴۲		۰/۰۰۰۰	

مطابق جدول (۲)، احتمال آماره LR کمتر از سطح خطای مدنظر (۰/۰۵) است که نشان می‌دهد این الگو در

سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است. همچنین ضریب تعیین مک فادن برابر با ۲۱/۰۶ درصد است که نشان‌دهنده

افزایش شفافیت سود حسابداری به منزله مؤلفه شفافیت شرکتی، شرکت‌ها برای تأمین مالی خود محدودیت کمتری دارند. نتایج مربوط به آزمون رابطه بین متغیرهای کنترلی و محدودیت در تأمین مالی نیز نشان می‌دهد با توجه به سطح معنی‌داری آماره Z، از بین متغیرهای کنترلی، متغیر عمر شرکت با محدودیت در تأمین مالی، رابطه معنی‌داری ندارد. متغیر اندازه شرکت با محدودیت در تأمین مالی، رابطه معنی‌داری دارد و متغیرهای اهرم مالی و رشد شرکت، با متغیر محدودیت در تأمین مالی رابطه معنادار مثبت دارند.

قدرت پیش‌بینی مناسب الگوست و نشان می‌دهد حدود ۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می‌شود. ضریب متغیر شفافیت سود حسابداری برابر با ۱/۷۶۵۲- است و احتمال آماره Z ضریب برآوردشده، کوچک‌تر از سطح خطای ۵٪ است؛ بنابراین، ضریب محاسبه‌شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار است و فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. بدین معنی که بین شفافیت سود حسابداری و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌ها، رابطه منفی معناداری وجود دارد. این نتیجه بدان معنی است که با

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$FinCons_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Trans_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Grow_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی‌داری
مقدار ثابت	۴/۸۱۰۳	۱/۲۷۱۲	۳/۰۲۷۱	۰/۰۰۲۵
کیفیت ارقام تعهدی (Trans)	۳/۱۵۴۰	۱/۱۴۹۱	۲/۷۱۵۹	۰/۰۱۷۰
اندازه شرکت (Size)	-۰/۵۶۲۰	۰/۱۴۵۵	-۳/۸۶۰۴	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی (Lev)	-۵/۱۵۴۸	۰/۴۳۷۱	-۵/۹۷۹۹	۰/۰۰۰۰
رشد شرکت (Grow)	۱/۳۹۱۱	۰/۳۵۹۰	۳/۸۷۰۱	۰/۰۰۰۰
عمر شرکت (Age)	۱/۴۵۹۶	۰/۴۳۴۸	۳/۳۶۵۹	۰/۰۰۱۰
ضریب تعیین مک فادن	آماره LR		سطح معنی‌داری آماره LR	
۰/۳۱۶۷	۴۵/۱۲۹۶		۰/۰۰۰۰	

کمتر بودن سطح معنی‌داری آماره Z از سطح خطای مدنظر این پژوهش (۰/۰۵)، این نتیجه به دست می‌آید که بین کیفیت ارقام تعهدی و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌ها، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می‌شود. نتایج مربوط به آزمون رابطه بین متغیرهای کنترلی و محدودیت در

براساس جدول (۳)، احتمال آماره LR کمتر از سطح خطای ۵٪ است که نشان‌دهنده معنی‌دار بودن کلی الگوی رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ است. از سوی دیگر، ضریب تعیین مک فادن برابر با ۳۱/۶۷ درصد است که نشان‌دهنده قدرت پیش‌بینی مناسب الگوست. همچنین درباره متغیر کیفیت ارقام تعهدی، با توجه به

باشد، نشان می‌دهد سود حسابداری شرکت کیفیت لازم را دارد. در این پژوهش میزان ارقام تعهدی اختیاری، معیار نداشتن شفافیت شرکتی در نظر گرفته می‌شود؛ بدین معنی که هرچه میزان ارقام تعهدی شرکت بالاتر باشد، احتمال تصرف در ارقام حسابداری مؤثر بر سود حسابداری بیشتر خواهد شد و در نتیجه کیفیت سود و شفافیت شرکتی کاهش می‌یابد؛ بنابراین، تأیید رابطه مثبت بین کیفیت ارقام تعهدی و محدودیت در تأمین مالی بدان معنی است که هرچه میزان ارقام تعهدی اختیاری بیشتر شود، محدودیت در تأمین مالی شرکت نیز بیشتر خواهد شد. به بیان دیگر، هرچه مدیریت، اختیار بیشتری برای تصرف در ارقام تعهدی داشته باشد و کیفیت سود حسابداری کاهش یابد، شرکت مدنظر با محدودیت بیشتری در تأمین مالی روبه‌رو خواهد بود. در همکاران (۲۰۰۹)، کردستانی و علوی (۲۰۱۰)، بالاکریشان و همکاران (۲۰۱۱)، بارث و همکاران (۲۰۰۸) و بی‌تی و همکاران (۲۰۱۰) سازگار است.

با استناد به یافته‌های پژوهش حاضر مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین شفافیت شرکتی و محدودیت در تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به سازمان بورس اوراق بهادار - که نهادی نظارتی است - پیشنهاد می‌شود از طریق نظارت بیشتر بر کیفیت و شفافیت سیستم گزارش‌های مالی شرکت‌های فعال در بازار، آنها را به ارائه اطلاعاتی با کیفیت و شفاف ملزم کند و برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران، الزاماتی را برای افشای اطلاعات لازم در زمینه محدودیت‌های تأمین مالی از سوی شرکت‌ها قرار دهد و در زمینه تعیین رتبه شفافیت شرکتی از سوی دیگر نهادهای مناسب فعال در بازار اقداماتی انجام دهد. این کار سبب می‌شود مدیران شرکت‌ها برای حفظ اعتبار و

تأمین مالی نیز نشان می‌دهد از بین متغیرهای کنترلی، متغیرهای اندازه و اهرم مالی شرکت، با محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی‌دار منفی و متغیرهای رشد شرکت و عمر شرکت، با متغیر محدودیت در تأمین مالی رابطه معنادار مثبتی دارند.

نتایج و پیشنهادها

هدف این پژوهش بررسی رابطه شفافیت شرکتی با محدودیت در تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با استناد به ادبیات تجربی، برای سنجش شفافیت شرکتی از دو معیار شفافیت سود حسابداری و مدیریت سود (کیفیت ارقام تعهدی) استفاده شد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد مؤلفه شفافیت سود حسابداری با محدودیت در تأمین مالی رابطه معنی‌دار منفی دارد. این یافته با ادبیات نظری و دیدگاه‌های هنجاری سازگار است؛ بدین معنی که چنانچه شرکت‌ها اطلاعات مالی شفاف در اختیار مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه به‌ویژه فراهم‌کنندگان منابع مالی قرار دهند، آنان توانایی بیشتری دارند تا براساس اطلاعات منتشرشده، آن شرکت را ارزیابی کنند و از این طریق ریسک اطلاعاتی شرکتی کاهش می‌یابد. در نتیجه آنها منابع مالی خود را با شرایط (محدودیت‌های) سهل‌تر و هزینه‌های کمتری در اختیار شرکت قرار می‌دهند و بدین طریق محدودیت در تأمین مالی کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد بین کیفیت ارقام تعهدی و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. کیفیت ارقام تعهدی، معیاری از کیفیت سود حسابداری و همچنین معیاری از تصرف در ارقام صورت‌های مالی توسط مدیریت است. هرچه کیفیت ارقام تعهدی بالاتر

- Transparency of accounting information impact on investment inefficiency of the companies listed in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Economic Research and Policies*, 21 (68): 49-64. (in Persian).
- [4] Balakrishnan, K., Core, J. E., & Verdi, R. S. (2011). The relation between reporting quality and financing and investment: Evidence from shocks to financing capacity. *Journal of Accounting Research*, 52 (1): 1-36.
- [5] Baradaran Hassanzadeh, R., BadavarNahandi, Y., & Negahban, L. (2013). The impact of financial constraints and agency costs of investment efficiency. *Journal of Financial Accounting Research*, 1 (13): 89-106. (in Persian).
- [6] Barth, M. E., Konchitchki, Y., & Landsman, W. R. (2008). Cost of capital and earnings transparency. Working Paper, Stanford University and the University Of North Carolina at Chapel Hill. Available At URL: <http://www.ssrn.com>.
- [7] Beaty, A., Liao, S., & Weber, J. (2010). Financial reporting quality, private information, monitoring and the lease-versus-buy decision. *The Accounting Review*, 85 (4): 1215-1238.
- [8] Biddle, G., Hilary, G., & Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality improve investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2-3): 112-131.
- [9] Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72 (3): 323-349.
- [10] Bushman, R., Piotroski, J., & Abble, S. (2001). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42 (2): 207-252.
- [11] Chan, K. S., Dang, W. Q. T., & Yan, I. K. M. (2012). Chinese firms' political connection, ownership and financing constraints. *Economics Letters*, 115 (2): 164-167.
- [12] Chen, Y., Hua, X., & Boateng, A. (2016). Effects of foreign acquisitions on financial constraints, dose the role of disclosure transparency matter? *International Business Review*, 25 (6): 218-235.
- شهرت خود و نیز در زمینه تأمین منابع مالی مورد نیاز با هزینه کمتر و شرایط سهل تر، اطلاعات غیر شفاف و غیر واقعی را افشا نکنند. همچنین با در نظر گرفتن این موضوع که شفافیت شرکتی متغیر بسیار مهمی در زمینه موضوع تأمین مالی است، به تأمین کنندگان منابع مالی شرکت ها پیشنهاد می شود برای تصمیم گیری در زمینه اعطای منابع مالی به شرکت ها، به کیفیت و شفافیت اطلاعات منتشر شده آنها توجه کافی داشته باشند.
- در پایان، برای استفاده هر چه بیشتر از یافته های این پژوهش و کمک به روش تر شدن رابطه شفافیت شرکتی با محدودیت در تأمین مالی، به پژوهشگران پیشنهاد می شود در پژوهش های بعدی به موضوعات زیر توجه کنند: بررسی تأثیر شفافیت شرکتی بر محدودیت مالی با در نظر گرفتن نقش تعدیل کنندگی ساختار سرمایه یا ساختار مالکیت، انجام دوباره پژوهش حاضر با استفاده از سایر معیارهای سنجش شفافیت شرکتی (نظیر رتبه شفافیت شرکتی)، انجام پژوهشی جامع برای بررسی تأثیر متغیرهای خاص شرکت بر محدودیت در تأمین مالی.

References

- [1] Aghaei, M., Ghaisari, Y., & Peirozfar, Z. (2015). The effect of discretionary accruals on reducing financial constraints listed companies in firms listed at Tehran Stock Exchange. The First International Conference on Accounting, Auditing, Management and Economics. In Esfahan. (in Persian).
- [2] BadavarNahandi, Y., Darkhor, S. (2013). The relationships among financial constraint, cash value and net investment of the firms listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 2 (4): 167-189. (in Persian).
- [3] BadavarNahandi, Y., Ghaderi, S., & Beheshti-nahandi, R. (2014).

- manufacturing firms. *Applied Financial Economics*, 24 (1): 31-40.
- [25] Guariglia, A., Yang, J. (2016). A balancing act: Managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market. *Journal of Corporate Finance*, 36: 111-130.
- [26] Hashemi, S., Sadeghei, M., & Soroshyar, A. (2010). The earnings quality role on pattern, financing policy and investment efficiency of Tehran Security Exchange. *Journal of Accounting Research*, 6 (2): 86-102. (in Persian).
- [27] Hayashi, F. (1982). Tobin's marginal q and average q: A neoclassical interpretation. *Econometrica*, 50 (1): 213-224.
- [28] Hope, O. K., Thomas, W. B., & Vyas, D. (2009). Transparency, ownership and financing constraints in private firms. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1535644>.
- [29] Howell, A. (2016). Firm R&D innovation and easing financial constraints in China: Does corporate tax reform matter? *Research Policy*, 45 (10): 1996-2007.
- [30] Irani, R. M., Oesch, D. (2015). Financial constraints and corporate disclosure: Evidence from a quasi-experiments. *Journal of Financial Economics*, 109: 398-418.
- [31] Kalatzis, A. E. G., Pellicani, A., & Moccellini, J. V. (2010). The impact of corporate governance on financial constraint: Evidence from Brazilian firms. International Conference on Applied Economics, ICOAE 2010.
- [32] Kanani-Amiri, M. (2008). Financial constraints and stock return in capital market. *Daneshvar Raftar Bimonthly*, 4 (26): 17-31. (in Persian).
- [33] 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.
- [34] Kasznik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 37 (1): 57-81.
- [13] DeBoskey, D. G., Gillett, P. R. (2014). The impact of multi-dimensional corporate transparency on us firms' credit ratings and cost of capital. *Rev Quant Finan Acc*, 40 (1): 101-134.
- [14] Dechow, P., Sloan, R., & Sweeney, A. (2005). Detecting earning management. *The Accounting Review*, 70 (2): 193-225.
- [15] Diamond, D. W. (1985). Optimal release of information by firms. *Journal of Finance*, 40 (4): 1071-1094.
- [16] Diamond, D. W., Verrecchia, R. E. (1991). Verrecchia, disclosure, liquidity and the cost of capital. *Journal of Finance*, 46 (4): 1325-1359.
- [17] Dongmei, L. (2009) Financial constraints, R&D investment and stock returns: Theory and evidence. Working paper. The Wharton School, University of Pennsylvania.
- [18] Easley, D., O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59 (4): 1553-1583.
- [19] Ebrahimi, K., Ahmadi-Moghadam, M. (2016). The relationship between financing constraints and conditional and unconditional conservatism of the companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Strategy*, 3 (4): 73-88. (in Persian).
- [20] Elliott, W. K., Brooke, D., & Peecher, E. (2010). Expected mispricing: the joint influence of accounting transparency and investor base. *Journal of Accounting Research*, 48 (2): 343-381.
- [21] Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983). Jensen the separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26 (2): 25-31.
- [22] Fatahi, R. (2016). The relationship between the level of financial constraints, companies with future stock returns. 5th International Conference on Accounting and Management. Niroot Institute Conf Center. (in Persian).
- [23] Francis, J. R., Lafond, P., & Schipper, K. (2005). Schipper the market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39: 295-327.
- [24] Gautam, V., Vaidya, R. (2013). Growth and finance constraints in Indian

- from SOX section 404 disclosures. AAA Financial Accounting and Reporting Section. (FARS) Meeting Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract5766104>.
- [45] Rajan, R., Zingales, L. (1998). Finance dependence and growth. *American Economic Review*, 88: 559–586.
- [46] Tehrani, R., Hasarzade, R. (2009) The effect of free cash flows and financial constraint on over-investment and under-investment. *Journal of Accounting Research*, 5 (3): 50-67. (in Persian).
- [35] Khashanipour, M., Rasekhi, S., Naghinejad, B., & Rasaiian, A. (2011). Financial constraints and investment-cash flow sensitivity in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Advances*, 2 (2): 51-74. (in Persian).
- [36] Kordestani, R., Alavei, M. (2010). The effect of accounting transparency on the cost of equity. *Journal of Securities Exchange*, 3 (12): 43-61. (in Persian).
- [37] Lambert, R., Leuz, C. & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45 (2): 385-420.
- [38] Lang, M. H., Lundholm, R. J. (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock? *Contemporary Accounting Research*, 17: 623-662.
- [39] Leuz, C., Winsock, P. (2008). Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research. Working Paper, University of Chicago.
- [40] Li-Chiu, C. (2009). Do transparency and disclosure predict firm performance? evidence from the taiwan market. *Journal Homepage Elsevier*, 36 (8): 11198-11203.
- [41] Mashayekh, S., SadatNasiry, N. (2016). The impact of financial reporting transparency on value relevance of earning accounting. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 5 (3): 127-154. (in Persian).
- [42] Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- [43] Negintaji, Z., Hashemi Golsefidi, A. (2015). The effect of transparency profit on the capital cost and additional returns of companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Macro and Strategic Policy*, 3 (11): 95-114. (in Persian).
- [44] Ogneva, M., Raghunandan, K., & Subramanian, K. R. (2006). Subramanian, internal control weakness and cost of equity: Evidence