



<https://amf.ui.ac.ir>

Journal of Asset Management and Financing
E-ISSN: 2383-1189
Vol. 12, Issue 4, No. 47, Winter 2025, p 87-120
Received: 03/02/2024 Accepted: 01/09/2024

Research Paper

Analyzing Company's Internal and External Factors Influencing the Financing Model through Structural Equation Modeling (SEM)

Sajjad Veisi

Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Faculty of Economic and Social Sciences, Shahid Chamran University of Ahvaz, Ahvaz, Iran
s-veisi@stu.scu.ac.ir

Seyyed Ali Vaez * 

Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Economic and Social Sciences, Shahid Chamran University of Ahvaz, Ahvaz, Iran
sa.vaez@scu.ac.ir

Ebrahim Anvari

Associate Professor, Department of Economics, Faculty of Economic and Social Sciences, Shahid Chamran University of Ahvaz, Ahvaz, Iran
E.anvari@scu.ac.ir

Esmael Mazaheri

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Economic and Social Sciences, Shahid Chamran University of Ahvaz, Ahvaz, Iran
e.mazaheri@scu.ac.ir

Abstract

This study aimed to identify the most effective financing model by analyzing the internal and external factors influencing companies. We compiled data from 159 companies spanning 2012 to 2021, encompassing 1,590 company-years, to test 14 hypotheses. These hypotheses were evaluated using Structural Equations Modeling (SEM) with SmartPLS4 software across 3 distinct models. The financing model was categorized into 3 components: internal financing, short-term external financing, and long-term external financing. The findings revealed that the following factors significantly impacted all three types of financing: 1) Board of Directors' characteristics; 2) Audit characteristics; 3) Internal control characteristics; 4) Ownership structure; 5) Managerial characteristics; 6) Financial reporting quality; 7) Financial performance; 8) Market performance; 9) Investment efficiency; 10) Competitive strategies; 11) Corporate social responsibility; 12) Political communication; 13) Economic uncertainty; and 14) Firm characteristics. Notably, economic uncertainty was found to exert a negative and significant effect on financing across all three dimensions, while the other variables positively facilitated company financing. Furthermore, the analysis indicated that the selected structures had greater explanatory power for long-term financing compared to internal and short-term financing as evidenced by the determination coefficients of all three models.

Keywords: Development of Financing Systems, Internal Financing, External Financing, Internal Factors, External Factors.

Introduction

Financial managers constantly confront the critical question of which financing method or tool can provide the most effective and optimal funding for their companies. To assist them in making informed decisions, it is essential to establish both quantitative and qualitative criteria for evaluating financing options. Familiarity with various financing methods and tools is vital for the timely and appropriate execution of plans and for achieving the company's management goals (Heidariorejlo et al., 2020). While several studies, including those conducted by Sauna et al. (2020), Javid et al. (2022), and Tayachi et al. (2023), have explored the impacts of different factors on corporate financing, the economic landscape in Iran presents unique challenges. Factors, such as international sanctions, exchange rate fluctuations, and high inflation, significantly affect financing decisions. In contrast, developed countries typically experience more stable macroeconomic conditions, enabling better financial planning. This disparity highlights the need for a tailored analysis of the financing model's effectiveness in Iran, taking into account its specific economic, social, and cultural contexts. Therefore, this research aimed to develop a comprehensive model that incorporated the various factors influencing the financing system, addressing both internal and external dimensions. This model aspired to enhance understanding and facilitate better financing strategies within the Iranian context.

*Corresponding author

Veisi, S., Vaez, S. A., Anvari, E., & Mazaheri, E. (2025). Analysis of the effectiveness of the financing model from internal and external factors of the company with the approach of structural equations. *Journal of Asset Management and Financing*, 12 (4), 87-120.



2383-1189 © University of Isfahan

This is an open access article under the CC BY-NC-ND/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



10.22108/amf.2024.140584.1861

Materials and Methods

This study utilized both financial and non-financial data from companies active in the capital market to develop a model assessing the influence of financing patterns on the internal and external factors of these companies. After identifying the criteria affecting financing through a review of relevant literature and archival data, we employed SmartPLS4 software to analyze data from 159 companies over the period from 2012 to 2021, resulting in a dataset of 1,590 company-years.

Findings

The study identified the dimensions influencing the development of corporate financing systems through a comprehensive review of the literature. Using Structural Equations Modeling, we tested the proposed model across 3 distinct frameworks: internal financing, short-term external financing, and long-term external financing. The results indicated that the following factors significantly impacted all three types of financing: 1) Board characteristics; 2) Audit characteristics; 3) Internal control characteristics; 4) Ownership structure; 5) Managerial characteristics; 6) Financial reporting quality; 7) Financial performance; 8) Market performance; 9) Investment efficiency; 10) Competitive strategies; 11) Corporate social responsibility; 12) Political communication; 13) Economic uncertainty; and 14) Firm characteristics. Notably, economic uncertainty was found to have a negative and significant effect on financing across all dimensions, while the other variables positively facilitated company's financing. Furthermore, analysis of the determination coefficients revealed that the selected structures provided greater explanatory power for long-term financing compared to internal and short-term financing.

Discussion and Conclusion

To mitigate the negative impact of economic uncertainty on financing, companies should focus on diversifying their funding sources and utilizing financial risk management tools, such as insurance, derivatives, and futures contracts. These strategies can help minimize adverse effects and maintain financial stability during challenging economic conditions. In Iran, the current economic landscape presents significant challenges for businesses, particularly the lack of appropriate financing models. It is essential to develop a tailored model that facilitates financing based on risk and return considerations. This study contributes to the existing literature on the factors influencing the financing systems of companies, ultimately enhancing the allocation of financial resources and improving the efficiency of financial markets. The findings of this study can assist in identifying opportunities and threats, as well as the strengths and weaknesses inherent in the financing systems of companies. Additionally, it offers practical solutions and policy recommendations for further development in this area.


مقاله پژوهشی

تحلیل تأثیرپذیری الگوی تأمین مالی از عوامل درون و برون‌شرکتی با رویکرد معادلات ساختاری

سجاد ویسی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران

s-veisi@stu.scu.ac.ir

سید علی واعظ 

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران

sa.vaez@scu.ac.ir

ابراهیم انواری

دانشیار، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران

e.anvari@scu.ac.ir

اسماعیل مظاهری

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران

e.mazaheri@scu.ac.ir

چکیده

پژوهش حاضر با مطالعه جامع ادبیات پژوهش، ابعاد اثرگذار بر توسعه نظام تأمین مالی شرکت‌ها را شناسایی و سپس با استفاده از روش معادلات ساختاری مدل پیشنهادی را آزمون تجربی کرد؛ به عبارتی، این مطالعه به دنبال پاسخ به این چالش بود که بهترین مدل تأثیرپذیری الگوی تأمین مالی از عوامل درون و برون‌شرکتی کدام است. بدین منظور داده‌های ۱۵۹ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ (۱۵۹۰ شرکت - سال) برای بررسی ۱۴ فرضیه تدوین شده، گردآوری و با به‌کارگیری روش معادلات ساختاری با استفاده از نرم افزار SmartPLS4 در قالب سه مدل جداگانه آزمون شد. الگوی تأمین مالی به سه بخش داخلی، خارجی کوتاه‌مدت و خارجی بلندمدت تقسیم شد. نتایج پژوهش نشان داد که عواملی بر تأمین مالی داخلی، خارجی کوتاه‌مدت و خارجی بلندمدت اثرگذار است؛ از جمله: ۱. ویژگی‌های هیئت‌مدیره؛ ۲. ویژگی‌های حساس‌رسی؛ ۳. ویژگی‌های کنترل داخلی؛ ۴. ساختار مالکیت؛ ۵. ویژگی‌های مدیران؛ ۶. کیفیت گزارشگری مالی؛ ۷. عملکرد مالی؛ ۸. عملکرد بازار؛ ۹. کارایی سرمایه‌گذاری؛ ۱۰. استراتژی‌های رقابتی؛ ۱۱. مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی؛ ۱۲. ارتباط سیاسی؛ ۱۳. عدم اطمینان اقتصادی و ۱۴. ویژگی‌های شرکتی. در بررسی هر سه مدل مشخص شد که تنها عدم اطمینان اقتصادی تأثیر منفی و معناداری بر تأمین مالی از هر سه جنبه دارد و بقیه متغیرها با تأثیر مثبت و معنادار، تأمین مالی شرکت را تسهیل می‌کنند. در نهایت نیز براساس ضرایب تعیین هر سه مدل پژوهش مشخص شد که سازه‌های منتخب، قدرت تبیین و توضیح بیشتری برای تأمین مالی بلندمدت نسبت به تأمین مالی داخلی و تأمین مالی کوتاه‌مدت را دارند. نوآوری پژوهش حاضر بررسی جامع عوامل و استفاده از رویکرد معادلات ساختاری برای تحلیل تأثیرپذیری الگوی تأمین مالی است که یک رویکرد پیشرفته و جامع‌تر بوده و می‌تواند روابط پیچیده بین عوامل مختلف را بهتر شناسایی کند.

کلیدواژه‌ها: توسعه نظام تأمین مالی، تأمین مالی داخلی، تأمین مالی خارجی، عوامل درون‌شرکتی، عوامل برون‌شرکتی.

G10, G01, G0::JEL

* نویسنده مسئول

ویسی، سجاد، واعظ، سید علی، انواری، ابراهیم، مظاهری، اسماعیل. (۱۴۰۳). تحلیل تأثیرپذیری الگوی تأمین مالی از عوامل درون و برون شرکتی با رویکرد معادلات ساختاری. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۲ (۴)، ۸۷-۱۲۰.



مقدمه

موضوع تأمین مالی پروژه‌ها و بنگاه‌های اقتصادی در سال‌های اخیر به یکی از چالش‌های اصلی توسعه بخش خصوصی و در نتیجه به مانعی برای شتاب رشد اقتصادی کشور تبدیل شده است. در زمان حاضر محیطی که بنگاه‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط در حال رشد و رقابتی است و اگر در موقع نیاز بنگاه اقتصادی منابع لازم را از بازار مالی تأمین نکند، مجبور به چشم‌پوشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب خواهد شد؛ از این رو اتخاذ سیاست‌های درست تأمین مالی یکی از جنبه‌های مهم تصمیم‌گیری مدیران به شمار می‌رود (Salehinia & Tamoradi, 2019)؛ در همین راستا، مدیران مالی برای تصمیم‌گیری برای انتخاب روش تأمین مالی بنگاه اقتصادی خود همواره با این پرسش جدی مواجه‌اند که کدام روش یا ابزار تأمین مالی می‌تواند بهترین و بهینه‌ترین تأمین مالی را برای شرکت با مدیریتشان انجام دهد؛ بنابراین، برای کمک به مدیران مالی برای تصمیم‌گیری صحیح تأمین مالی بهینه در فرایند تأمین مالی بنگاه اقتصادی لازم است تا معیارهای کمی و کیفی ارائه شود تا بتوانند با توجه به این معیارها در خصوص ابزار تأمین مالی تصمیم‌گیری کنند.

پژوهش‌های زیادی در زمینه تأمین مالی وجود دارند که متغیرهای مؤثر بر توسعه نظام تأمین مالی را به طور اعم و نظام تأمین مالی شرکت‌های فعال را در اقتصادهای نوپا از زوایای مختلف بررسی کرده‌اند؛ به طوری که برخی ابعاد اقتصادی اثرگذاری، برخی ابعاد حقوقی و قانونی، عده‌ای دیگر ابعاد نوآوری و نظام کارآفرینی و نوآوری متمرکز و برخی دیگر نیز ابعاد درونی نظام تأمین مالی شرکت‌ها را بررسی کرده‌اند. در این خصوص، پژوهش ژیان و ورسینگتون (Xiang & Worthington, 2017) نشان داد که حمایت‌های دولت تأثیر بسزایی در روند تأمین مالی شرکت‌ها دارد. سهرابی (Sohrabi, 2017) مدعی شد که ریسک و بازده تأمین مالی یکی از معیارهای مهم در تعیین روش‌های تأمین مالی است. فیشر (Fischer, 2018) نشان داد که روش‌های تأمین مالی در محیط‌های اقتصادی گوناگون در سطح قاره اروپا متفاوت بوده و شرایط اقتصادی، فرهنگ سازمانی و محیطی دلیل اصلی این تفاوت است. کول و سکولیک (Cole & Sokolyk, 2017) مدعی شدند که سودآوری، رشد فروش، تداوم فعالیت، درماندگی مالی، محدودیت مالی، ساختار سرمایه و اندازه دارایی‌های شرکت از عوامل مؤثر بر تأمین مالی هستند. پورا بر ایمی و همکاران (Pourebahimi et al., 2021) بیان کردند که یکی از عناصر کلیدی در توسعه شرکت‌های دانش‌بنیان موضوع منابع مالی این شرکت‌ها است. وجود نظام مالی کارا در شرکت‌های دانش‌بنیان می‌تواند زمینه‌ساز رشد و ترقی این شرکت‌ها و پیشبرد طرح‌های توسعه آنها با کمترین هزینه مالی شود. یافته‌های آنها نشان داد که در بین متغیرهای بررسی شده فقط ساختار سرمایه و نیروی کار بر نظام تأمین مالی شرکت‌های دانش‌بنیان در محیط اقتصادی ایران تأثیرگذار بوده است.

در پژوهش‌های مختلفی همچون سائونا و همکاران (Saona et al., 2020)، گارسا راموس و دیاز (García-Ramos & Díaz, 2021)، جاوید و همکاران (Javeed et al., 2022) و تایاچی و همکاران (Tayachi et al., 2023) اثرات عوامل مختلف بر تأمین مالی شرکت‌ها بررسی شده است؛ اما از آنجاکه شرایط اقتصادی ایران متأثر از تحریم‌های بین‌المللی، نوسانات نرخ ارز و تورم زیاد است و در مقابل در کشورهای توسعه‌یافته شرایط اقتصادی کلان معمولاً پایدارتر است و نوسانات کمتری دارد، این پایداری به شرکت‌ها امکان می‌دهد تا برنامه‌ریزی مالی بهتری داشته باشند؛ اما شرکت‌های ایرانی از این حیث همواره درگیر مشکلات متعددی هستند و پژوهش در خصوص آن دارای نوآوری است. بازار سرمایه ایران نسبتاً کوچک و کمتر توسعه‌یافته است و این موضوع می‌تواند دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی را محدود کند؛ اما در کشورهای توسعه‌یافته بازارهای سرمایه بزرگ و پیشرفته هستند و شرکت‌ها به راحتی می‌توانند از طریق بورس و سایر ابزارهای مالی، تأمین مالی کنند که همین امر سبب نوآوری در محیط پژوهش می‌شود. قوانین و مقررات مالی در ایران ممکن است پیچیده و متغیر باشد که این تغییرات می‌تواند بر تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها اثر بگذارد؛ اما در کشورهای توسعه‌یافته قوانین و مقررات مالی معمولاً پایدارتر

و شفاف‌تر هستند که به شرکت‌ها کمک می‌کند تا با اطمینان بیشتری برنامه‌ریزی مالی کنند. فرهنگ مدیریتی در ایران ممکن است به دلیل تأثیرات تاریخی و اجتماعی متفاوت باشد که این تفاوت‌ها می‌تواند بر تصمیم‌های تأمین مالی و مدیریت ریسک اثر بگذارد؛ در حالی که در کشورهای توسعه‌یافته فرهنگ مدیریتی معمولاً براساس بهترین شیوه‌های جهانی استوار است و شرکت‌ها از تجربیات و دانش گسترده‌تری بهره‌مند هستند. این تفاوت‌ها نشان می‌دهد که تحلیل تأثیرپذیری الگوی تأمین مالی در ایران با در نظر گرفتن شرایط خاص اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی نوآورانه است. مهم‌ترین نوآوری پژوهش حاضر با پژوهش‌های داخلی از جمله طاهری (2023, Taheri)، عاقلی و همکاران (2023, Agheli et al.) و قدرتی زوارم و همکاران (2022, Ghodratisoeram et al.) بررسی جامع عوامل و استفاده از رویکرد معادلات ساختاری برای تحلیل تأثیرپذیری الگوی تأمین مالی است که رویکردی پیشرفته و جامع‌تر بوده و می‌تواند روابط پیچیده بین عوامل مختلف را بهتر شناسایی کند. این پژوهش با هدف ارائه مدلی جامع صورت خواهد گرفت که دربردارنده عوامل بررسی شده تأثیرگذار بر نظام تأمین مالی باشد و در نهایت بتواند مدل جامع در این حوزه را با در نظر داشتن ابعاد بیرونی و درونی چنین نظامی ارائه کند؛ یعنی این پژوهش به دنبال پاسخ به این چالش است که بهترین مدل تأثیرپذیری الگوی تأمین مالی از عوامل درون و برون‌شرکتی کدام است.

مبانی نظری

شرکت‌ها و مؤسسات دولتی و خصوصی به‌منظور رسیدن به اهداف و اجرای طرح‌های توسعه‌ای خود نیازمند جذب منابع مالی و گاه مشارکت سایر فعالان اقتصادی و بازار سرمایه هستند. در این بین آشنایی با انواع روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی می‌تواند نقش مؤثری در اجرای به‌موقع و مناسب طرح‌ها و نیز رسیدن به اهداف مدیریتی شرکت داشته باشد. پیشبرد اهداف کلان اقتصادی مانند برخورداری از پایداری و دستیابی به رشد درون‌زا و قابل دوام اقتصادی از اهداف تمام نظام‌های اقتصادی است. رشد روزافزون ابزارهای مالی و توسعه هرچه بیشتر نظام‌های مالی از این حقیقت منتج می‌شود که توسعه نظام مالی جزء لاینفک توسعه نظام اقتصادی است (2020, Heidariorejlo et al.).

مرتون (1973, Merton) تعریفی از نظریه تأمین مالی ارائه داده است که شاید در نوع خود کوتاه‌ترین و دقیق‌ترین تعریف باشد: مطالعه رفتار کارگزاران در روند تخصیص و توزیع منابع از هر دو بُعد مکان و زمان در شرایط نامطمئن، پایه و اساس نظریه تأمین مالی را تشکیل می‌دهد. چرخه تولید و توسعه و پیشرفت شرکت‌ها به وسیله منابع مالی مناسب به حرکت در می‌آید. از جمله مهم‌ترین روش تأمین مالی در میان سازمان‌ها، وام‌های بلندمدت بانکی و انتشار اوراق است. با توجه به اینکه برای تأمین مالی سازمان‌ها هر دو منبع مذکور استفاده می‌شود و از طرفی واکنش بازار به درج هر نوع اطلاعات اساسی در نماد تغییرات قیمت و بازده متجلی می‌شود، بنابراین منابعی که سازمان‌ها برای تأمین سرمایه استفاده می‌کنند، بسیار حائز اهمیت است. شرکت‌ها در تصمیم‌های تأمین مالی با دو منبع تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی روبه‌رو هستند. منابع مالی داخلی، شامل جریان‌های وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فروش دارایی‌ها و سود انباشته و منابع مالی خارجی در بر گیرنده وجوه تحصیل‌شده از طریق بازار مالی مانند انتشار اوراق مشارکت، صدور سهام و دریافت تسهیلات مالی از بانک است. مدیران باید تصمیم بگیرند وجوه لازم خود را چگونه تأمین کنند و منابع مالی در دسترس را چگونه مصرف کنند (2020, Zhang). روش‌های تأمین مالی باید از لحاظ اقتصادی مانع افزایش غیررقابتی بهای تمام‌شده محصولات شود و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران را تأمین و از لحاظ مالی بهتر است با رشد نقدینگی و سرمایه در گردش از ریسک مالی و نقدینگی جلوگیری کند و تداوم فعالیت در راستای بازدهی مطلوب شرکت را فراهم آورد (2017, Fischer). منابع مالی می‌تواند اثر کوتاه‌مدت و بلندمدت بر روی عملکرد مالی داشته باشند. اثر بلندمدت مربوط به تأثیرات آتی است که به دلیل صرف این وجوه در پروژه‌های «بازارزش فعلی خالص» مثبت، بر قیمت، بازده و در کل بر عملکرد مالی و منافع سهام‌داران دارد؛ زیرا اگر

در شرکتی منابع مناسب جذب شود و مصارف بهینه‌ای داشته باشد، سود خالص شرکت افزایش می‌یابد و بر ارزش شرکت افزوده می‌شود. اثر دوم، اثر کوتاه‌مدت و یا لحظه‌ای است که مربوط به نشت اطلاعات درونی شرکت به بازار سرمایه است؛ زیرا هرگونه اطلاعاتی اعم از اطلاعات مالی و تولیدی که به نظر سهام‌داران و متخصصین بازار مهم و تأثیرگذار باشد، عکس‌العمل بازار سرمایه را بر خواهد انگیخت (Wetzel & Hofmann, 2019).

موضوع تأمین مالی نخستین بار توسط مودیلیانی و میلر در سال ۱۹۵۸ مطرح و از آن زمان تاکنون مبنای بسیاری از پژوهش‌های مالی و طرح نظریه‌های جدید شده است. با وجود اینکه پژوهش‌های بسیاری درباره تأمین مالی انجام شده است، موضوع تأمین مالی از جمله مباحث مدیریت مالی است که تاکنون هیچ راه‌حلی قطعی و روشنی برای آن ارائه نشده است (Zhu et al., 2019)؛ در این خصوص، عوامل مؤثر در مطالعات گذشته شامل عملکرد (Zhang & Vigne, 2021)، نسبت‌های ساختار سرمایه (Cassar & Holmes, 2003; Sun et al., 2016)، رشد فروش (Prakash, 2007; Serrasqueiro et al., 2021)، ساختار مالکیت (Boubakri & Ghouma, 2010; Aibar-Guzmán et al., 2022)، سازوکارهای حاکمیت شرکتی (John & Litov, 2010; Sahut et al., 2021)، کیفیت افشای اطلاعات (Zarei & Abdollahzadeh, 2018) و محدودیت‌های مالی (Taheri, 2023) است.

برای توضیح و پشتیبانی از فرضیه‌های ارائه شده که در ادامه تشریح شده‌اند، می‌توان از نظریه‌های مختلفی استفاده کرد که هرکدام جنبه‌های مختلفی از تأمین مالی و ویژگی‌های سازمانی را بررسی می‌کند. نظریه نمایندگی، روابط بین مدیران (نمایندگان) و سهام‌داران (مالکان) را بررسی می‌کند. براساس این نظریه، ویژگی‌های هیئت‌مدیره و مدیران می‌تواند بر تصمیم‌های مالی تأثیر بگذارد؛ زیرا مدیران ممکن است به دنبال منافع شخصی خود باشند که با منافع سهام‌داران همسو نیست (García & Díaz, 2021)؛ بنابراین، ساختار هیئت‌مدیره و ویژگی‌های مدیران می‌تواند بر تأمین مالی داخلی و خارجی تأثیرگذار باشد (Tayachi et al., 2023). نظریه علامت‌دهی بیان می‌کند که شرکت‌ها می‌توانند از طریق اطلاعات مالی و گزارش‌های حسابرسی سیگنال‌های مثبتی به بازار ارسال کنند. کیفیت گزارشگری مالی و ویژگی‌های حسابرسی می‌تواند به عنوان سیگنال‌های مثبت به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان عمل و در نتیجه تأمین مالی داخلی و خارجی را تسهیل کند (Yao et al., 2022). نظریه منابع و قابلیت‌ها بر اهمیت منابع و قابلیت‌های داخلی شرکت تأکید دارد (Elemes & Filip, 2022). ویژگی‌های کنترل داخلی، کارایی سرمایه‌گذاری و استراتژی‌های رقابتی می‌تواند به عنوان منابع و قابلیت‌های مهمی در نظر گرفته شود که بر توانایی شرکت در جذب منابع مالی تأثیر می‌گذارد (Owaga, 2020; Pavlović & Čelić, 2020; Tseng, 2021). این نظریه می‌تواند توضیح دهد که چگونه این ویژگی‌ها می‌توانند بر تأمین مالی داخلی و خارجی اثر بگذارند (Flaminiano & Francisco, 2021).

هیئت‌مدیره مسئولیت نظارت بر عملکرد مدیران و تطبیق منافع آنها با منافع سهام‌داران را دارد. اگر هیئت‌مدیره استقلال، تخصص، تلاش و تعهد بسیاری داشته باشد، می‌تواند مدیریت را ملزم به ارائه اطلاعات مالی شفاف و دقیق کند (García & Díaz, 2021). این امر باعث افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و کاهش هزینه‌های نمایندگی و تأمین مالی می‌شود. هیئت‌مدیره می‌تواند نقش مشاوره‌ای و تصمیم‌گیری در رابطه با روش‌های تأمین مالی ایفا کند (Saona et al., 2020). اگر هیئت‌مدیره دارای دانش مالی و صنعتی بسیاری باشد، می‌تواند به مدیریت در انتخاب منابع مالی مناسب کمک کند. این امر باعث بهبود ساختار مالی و کاهش ریسک و هزینه‌های مالی می‌شود (Girardone et al., 2021). هیئت‌مدیره می‌تواند نقش تعاملی با سرمایه‌گذاران و حسابرسان داشته باشد. اگر هیئت‌مدیره با سرمایه‌گذاران و حسابرسان ارتباط خوبی برقرار کند، می‌تواند از آنها اطلاعات و نظرات مفیدی دریافت کند که این امر باعث افزایش اعتبار و اعتماد شرکت و تسهیل تأمین مالی می‌شود (García & Díaz, 2021; Girardone et al., 2021)؛ بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر معناداری دارد.

حسابرسی باعث افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و بانک‌ها به گزارش‌های مالی شرکت‌ها می‌شود که این امر موجب کاهش هزینه‌های تأمین مالی و افزایش دسترسی به منابع مالی است (Moradi et al., 2020). حسابرسی با افزایش کیفیت گزارش‌های مالی و کاهش خطای حسابداری باعث بهبود تصمیم‌گیری مدیریت و سرمایه‌گذاران در رابطه با روش‌های تأمین مالی می‌شود (Barua et al., 2019). حسابرسی با افزایش کارایی و اثربخشی فرآیندهای کنترل داخلی و مدیریت ریسک باعث کاهش ریسک و هزینه‌های مالی و افزایش سودآوری شرکت‌ها می‌شود (Briozzo & Albanese, 2020; Moradi et al., 2020). بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه دوم: ویژگی‌های حسابرسی بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر معناداری دارد.

کنترل داخلی می‌تواند بر تأمین مالی تأثیر مثبت و معناداری داشته باشد؛ زیرا کنترل داخلی باعث می‌شود که دارایی‌ها و منابع شرکت به‌صورت مؤثر و مطمئن استفاده شوند و از ضایع شدن، سوء استفاده و تقلب جلوگیری شود (Chen & Ma, 2021). این امر باعث افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران، بانک‌ها و سایر مشارکت‌کنندگان مالی به شرکت می‌شود و در نتیجه تأمین مالی آسان‌تر و ارزان‌تر می‌شود. کنترل داخلی باعث می‌شود که گزارشگری مالی شرکت دقیق، شفاف و مقایسه‌پذیر باشد و نشان می‌دهد که شرکت استانداردهای حسابداری و مالیاتی را رعایت می‌کند (Wang et al., 2021). این امر موجب افزایش اعتبار شرکت در بازار مالی و نزد ذی‌نفعان می‌شود و در نتیجه تأمین مالی، مؤثرتر و مطمئن‌تر می‌شود. از سویی شرکت با کنترل داخلی مناسب می‌تواند ریسک‌های مالی و عملیاتی را شناسایی، ارزیابی و کنترل کند و بتواند به‌موقع و مناسب به تغییرات محیطی واکنش نشان دهد (Zhang, 2020). این امر باعث افزایش توانایی شرکت در مقابله با بحران‌ها و فرصت‌های مالی می‌شود و در نتیجه تأمین مالی، پایدار و مقاوم می‌شود؛ بنابراین، می‌توان گفت که کنترل داخلی عاملی مهم در تأمین مالی شرکت است و باید به‌صورت مداوم و مستمر از کارایی و کارآمدی آن اطمینان حاصل کرد (Zhang, 2020; Wang et al., 2021). بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه سوم: ویژگی‌های کنترل داخلی بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر مثبت و معناداری دارد.

ساختار مالکیت بر میزان تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران شرکت تأثیر می‌گذارد. اگر مدیران شرکت دارای سهام بیشتری باشند، منافع آنها با منافع سهام‌داران همسو خواهد شد و در نتیجه تصمیمات بهینه‌تری در زمینه تأمین مالی اتخاذ خواهند کرد که این امر باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و اعتبار شرکت می‌شود (Tayachi et al., 2023). ساختار مالکیت می‌تواند بر میزان نظارت و کنترل عملکرد مدیران شرکت اثر بگذارد. اگر شرکت دارای مالکیت نهادی زیادتری باشد، مالکان نهادی به‌عنوان ناظران فعال می‌توانند بر تصمیم‌های مدیران شرکت تأثیر مثبت داشته باشند و از تصمیم‌هایی که به‌ضرر شرکت و سهام‌داران باشد جلوگیری کنند که این امر باعث افزایش کارایی و کارآمدی شرکت و کاهش ریسک و هزینه‌های تأمین مالی می‌شود (Kuo et al., 2020; Chadha & Seth, 2021). بنابراین، می‌توان گفت که ساختار مالکیت بر تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد و باید با توجه به شرایط و اهداف شرکت بهینه‌سازی شود؛ بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه چهارم: ساختار مالکیت بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر مثبت و معناداری دارد.

ویژگی‌های مدیران می‌تواند بر میزان اعتماد و اعتبار شرکت در بازار مالی اثر بگذارد. مدیرانی که دارای اعتمادبه‌نفس، توانایی رهبری، تجزیه و تحلیل مالی، مهارت‌های ارتباطی و دانش فناوری بسیار هستند، می‌توانند بهتر از منافع شرکت دفاع کنند و روابط مؤثری با سرمایه‌گذاران، بانک‌ها، مشتریان و تأمین‌کنندگان برقرار کنند (Ying & Dawei, 2019). ویژگی‌های مدیران بر میزان کارایی و کارآمدی فرایندهای مالی شرکت اثر می‌گذارد. مدیرانی که دارای جزئی‌نگری، دقت، تونلایی حل

مسئله، مدیریت ریسک و نظارت بر مقررات هستند، می‌توانند بهتر دارایی‌ها و منابع شرکت را مدیریت کنند و هزینه‌ها و خطرات مالی را کاهش دهند (Yan & Yuan, 2020; Kuah et al., 2020). ویژگی‌های مدیران بر میزان خلاقیت و نوآوری در تصمیم‌های مالی شرکت تأثیرگذار است. مدیرانی که دارای توانایی برنامه‌ریزی استراتژیک، عدم وابستگی و توانایی کار به‌صورت مستقل هستند، می‌توانند تصمیم‌های مالی بهینه‌تری برای سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت اتخاذ کنند و از فرصت‌های مالی بهره ببرند (Mohamedzabri et al., 2021). بنابراین، می‌توان گفت که ویژگی‌های مدیران از عوامل مهم در تأمین مالی شرکت‌ها است و باید با توجه به شرایط و اهداف شرکت انتخاب و تقویت شود؛ بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه پنجم: ویژگی‌های مدیران بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر مثبت و معناداری دارد.

کیفیت گزارشگری مالی باعث افزایش کارایی و کارآمدی سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود و نشان می‌دهد که شرکت دارایی‌ها و منابع خود را به‌صورت مؤثر و مطمئن مدیریت می‌کند که این امر باعث افزایش بازده سرمایه‌گذاری شرکت و کاهش ریسک و هزینه‌های مالی می‌شود (Elmes & Filip, 2022). کیفیت گزارشگری مالی با افزایش خلاقیت و نوآوری در تصمیم‌های مالی باعث می‌شود که شرکت از فرصت‌های مالی بهره ببرد و موجب افزایش توانایی شرکت در مقابله با بحران‌ها و رقابت‌های مالی شود (Lemma et al., 2019)؛ بنابراین، می‌توان گفت که کیفیت گزارشگری مالی عاملی مهم در تأمین مالی شرکت است و باید به‌صورت مداوم و مستمر از کارایی و کارآمدی آن اطمینان حاصل کرد؛ بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه ششم: کیفیت گزارشگری مالی بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر مثبت و معناداری دارد.

عملکرد مالی باعث افزایش سودآوری و بازده شرکت می‌شود و نشان می‌دهد که شرکت از منابع و دارایی‌های خود به‌صورت مؤثر و کارآمد استفاده می‌کند که این امر باعث افزایش اعتماد و اعتبار شرکت در بازار مالی و نزد ذی‌نفعان و در نتیجه تأمین مالی آسان‌تر و ارزان‌تر می‌شود (Sohilauw et al., 2020). عملکرد مالی با افزایش توانایی شرکت در پرداخت بدهی‌ها و تعهدات مالی باعث می‌شود که ریسک و هزینه‌های مالی شرکت کاهش یابد و این امر موجب افزایش قدرت مذاکره و انعطاف‌پذیری شرکت در دریافت تسهیلات و اعتبارات مالی و در نتیجه تأمین مالی مؤثرتر و مطمئن‌تر می‌شود (Rajamani, 2021). عملکرد مالی مناسب باعث افزایش توانایی شرکت در مقابله با بحران‌ها و رقابت‌های مالی می‌شود و در نتیجه تأمین مالی پایدار و مقاوم می‌شود (Alhassan & Islam, 2021)؛ بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه هفتم: عملکرد مالی بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر مثبت و معناداری دارد.

شرکت‌هایی که عملکرد بازار خوب و کارایی سرمایه‌گذاری بسیاری دارند، معمولاً از بازده سرمایه‌گذاری، سودآوری، رشد و پایداری بیشتری برخوردارند که این عوامل می‌تواند جذابیت آنها را برای سرمایه‌گذاران افزایش دهد و در نتیجه، دسترسی آنها را به منابع تأمین مالی خارجی آسان‌تر کند (Kuah et al., 2020). شرکت‌هایی که عملکرد بازار و کارایی سرمایه‌گذاری خوبی دارند، معمولاً از ارزش بازار بیشتری برخوردارند که این عامل می‌تواند ارزش افزوده اقتصادی آنها را افزایش دهد و در نتیجه، توانایی آنها را برای تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه یا انتشار اوراق قرضه بهبود بخشد (Lei et al., 2022; Zhai et al., 2022). این شرکت‌ها معمولاً از ریسک بازار و بتای کمتری برخوردارند که این عوامل می‌تواند هزینه سرمایه آنها را کاهش و در نتیجه، طولانی آنها را برای تأمین مالی از طریق بدهی افزایش دهد (Guo et al., 2021)؛ بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه هشتم: عملکرد بازار بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه نهم: کارایی سرمایه‌گذاری بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر مثبت و معناداری دارد.

استراتژی‌های رقابتی می‌تواند با افزایش ارزش برای مشتریان، جذابیت شرکت را برای سرمایه‌گذاران افزایش دهد و در نتیجه، دسترسی شرکت به منابع تأمین مالی خارجی را آسان‌تر کند (Pavlović & Čelić, 2020; Tseng, 2021). استراتژی‌های رقابتی با تقویت تأمین مالی شرکت باعث می‌شود که شرکت بتواند از منابع و فرصت‌های مالی بهتری استفاده کند (Peprah & Ayaa, 2022)؛ برای مثال شرکتی که از استراتژی تمایز استفاده می‌کند، می‌تواند محصول یا خدماتی منحصر به فرد را به بازار عرضه کند و ارزش بیشتری برای مشتریان ایجاد کند. این امر می‌تواند باعث افزایش درآمد، سود و اعتماد شرکت شود و در نتیجه، شرکت را قادر می‌سازد که از منابع مالی داخلی یا خارجی به راحتی بهره‌برد. شرکتی که از استراتژی رهبری هزینه استفاده می‌کند، می‌تواند هزینه‌های تولید و عرضه را کاهش دهد و با قیمت کمتری رقابت کند. این امر می‌تواند باعث افزایش فروش شرکت شود (Tseng, 2021; Pavlović & Čelić, 2020; Owaga, 2020)؛ بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه دهم: استراتژی‌های رقابتی بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر مثبت و معناداری دارد.

مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی به معنای تعهد شرکت‌ها به رعایت اصول اخلاقی، اجتماعی و محیطی در فعالیت‌های خود است. این مفهوم نشان می‌دهد که شرکت‌ها علاوه بر سودآوری، به منافع جامعه نیز اهمیت می‌دهند (Lysiak et al., 2021). مطابق پژوهش‌های پیشین از جمله (Hamrouni et al., 2019; Desender et al., 2020; Yao et al., 2022; Javeed et al., 2022) انجام مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی می‌تواند به دلایلی تأمین مالی را بهبود ببخشد؛ از جمله: ۱. افزایش وجهه عمومی شرکت و جذب مشتریان؛ ۲. افزایش رضایت و انگیزه کارکنان و در نتیجه کاهش هزینه‌های جذب و آموزش نیروی انسانی؛ ۳. کاهش ریسک‌های قانونی و اجتماعی شرکت؛ ۴. ایجاد نوآوری و خلاقیت در شرکت. شرکت‌هایی که به مسئولیت‌پذیری اجتماعی توجه دارند، می‌توانند محصولات و خدمات جدیدی را طراحی کنند که پاسخ‌گوی نیازها و انتظارات مشتریان و جامعه باشند. به طور خلاصه، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی می‌تواند تأمین مالی را بهبود ببخشد؛ چون می‌تواند به افزایش سود، کاهش هزینه‌ها، کاهش ریسک‌ها و افزایش نوآوری شرکت کمک کند (Yao et al., 2022). این امر به نوبه خود می‌تواند شرکت را در چرخه‌های مختلف حیات قوی‌تر و پایدارتر کند؛ بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه یازدهم: مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر مثبت و معناداری دارد.

ارتباط‌های سیاسی به شرکت‌ها کمک می‌کند تا منابع مالی بیشتری به دست آورند؛ زیرا شرکت‌هایی که با سیاست‌مداران یا دستگاه‌های دولتی ارتباط دارند، ممکن است از تسهیلات بانکی، حمایت‌های مالیاتی، قراردادهای عمومی و سایر منافع ناشی از ارتباط با دولت بهره‌مند شوند (Rahmanian & Bahremandjouy, 2022). ارتباط‌های سیاسی می‌تواند هزینه سرمایه شرکت‌ها را کاهش دهد؛ در نتیجه، نرخ بهره وام‌هایی که دریافت می‌کنند، کمتر باشد (Etemadi & Ahmadi, 2017). ارتباط‌های سیاسی می‌تواند ریسک بازار و بتای شرکت‌ها را کاهش دهد؛ زیرا شرکت‌هایی که با سیاست‌مداران یا دستگاه‌های دولتی ارتباط دارند، ممکن است از پایداری و پیش‌بینی‌پذیری بیشتری برخوردار باشند؛ در نتیجه، حساسیت آنها به نوسانات بازار کمتر باشد؛ بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه دوازدهم: ارتباط‌های سیاسی بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر مثبت و معناداری دارد.

عدم اطمینان اقتصادی باعث کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی و در نتیجه، دسترسی شرکت‌ها به منابع تأمین مالی خارجی محدود می‌شود (D'Mello & Toscano, 2020). عدم اطمینان اقتصادی می‌تواند باعث افزایش هزینه‌های تأمین مالی شود؛ زیرا سرمایه‌گذاران برای جبران ریسک بیشتر، نرخ بازده بیشتری را از شرکت‌ها می‌خواهند (Tran, 2021). عدم اطمینان اقتصادی باعث کاهش توانایی شرکت‌ها در تولید جریان‌های نقدی ثابت و پایدار شود و در نتیجه، نیاز شرکت‌ها به

تأمین مالی افزایش یابد. عدم اطمینان اقتصادی می‌تواند موجب کاهش ارزش شرکت‌ها شود؛ زیرا سرمایه‌گذاران از پرداخت قیمت بیشتر برای خرید سهام شرکت‌هایی که در محیط ناپایدار فعالیت دارند، خودداری می‌کنند (Tabash et al., 2022)؛ بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه سیزدهم: عدم اطمینان اقتصادی بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر منفی و معناداری دارد.

شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً دارای اعتبار بیشتری هستند و دسترسی آسان‌تری به بازارهای مالی دارند؛ بنابراین، آنها می‌توانند از منابع تأمین مالی خارجی بیشتری استفاده و هزینه‌های نمایندگی کمتری پرداخت کنند. شرکت‌های قدیمی‌تر معمولاً دارای تاریخچه‌ای طولانی‌تر از عملکرد مالی و اعتبار هستند و ریسک کمتری را برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کنند. این شرکت‌ها می‌توانند از منابع تأمین مالی خارجی با هزینه کمتری بهره‌مند شوند (Mueller & Sensini, 2021). تعداد کارکنان شرکت نشان‌دهنده مقیاس فعالیت‌های شرکت است. شرکت‌هایی که دارای تعداد کارکنان بیشتری هستند، معمولاً دارای سودآوری و رشد بیشتری هستند و نیاز به سرمایه‌گذاری بیشتری دارند؛ بنابراین، آنها می‌توانند از منابع تأمین مالی خارجی بیشتری استفاده کنند (Oke et al., 2019). رشد فروش شرکت نشان‌دهنده توانایی شرکت در افزایش بازار و درآمد خود است. شرکت‌هایی که دارای رشد فروش بیشتری هستند، معمولاً دارای پتانسیل رشد عالی‌تری هستند و نیاز به سرمایه‌گذاری بیشتری دارند؛ بنابراین، آنها می‌توانند از منابع تأمین مالی خارجی بیشتری استفاده کنند. رشد دارایی شرکت نشان‌دهنده توانایی شرکت در افزایش سرمایه‌های خود است (Li & Qiu, 2021). شرکت‌هایی که دارای رشد دارایی بیشتری هستند، معمولاً دارای سرمایه‌گذاری‌های موثرتری هستند و ارزش بیشتری دارند. سیاست تقسیم سود شرکت نشان‌دهنده توزیع درآمد شرکت بین سهام‌داران و سرمایه‌گذاری‌های آتی است. شرکت‌هایی که دارای سیاست تقسیم سود کمتری هستند، معمولاً دارای نیاز به تأمین مالی خارجی کمتری هستند؛ زیرا آنها بخش بزرگ‌تری از درآمد خود را برای سرمایه‌گذاری‌های آتی نگه می‌دارند (Flaminiano & Francisco, 2021)؛ بنابراین، براساس مطالب فوق فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه چهاردهم: ویژگی‌های شرکتی بر تأمین مالی (داخلی و خارجی) تأثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

در این پژوهش از داده‌های مالی و غیرمالی شرکت‌های فعال در بازار سرمایه استفاده و در نهایت مدل پژوهش تدوین و از طریق معادلات ساختاری آزمون شد و در مرحله دوم پژوهش، از روش کمی استفاده شده است. در بخش کمی پژوهش ابتدا مدل پیشنهادی تأثیرپذیری الگوی تأمین مالی از عوامل درون و برون شرکتی طراحی و از طریق معادلات ساختاری و داده‌های آرشیوی آزمون شده است. پس از شناسایی معیارهای تأثیرگذار بر تأمین مالی از طریق مرور مبانی نظری، برای تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار SmartPLS4 استفاده شد. برخلاف روش‌های سنتی تحلیل معادلات ساختاری، SmartPLS4 به نرمال بودن توزیع داده‌ها حساس نیست. این ویژگی به پژوهشگران اجازه می‌دهد تا با داده‌هایی که توزیع نرمال ندارند، نیز کار کنند و قادر است مدل‌های پیچیده با متغیرهای مکنون و آشکار را به خوبی مدیریت کند. این امکان به پژوهشگر اجازه می‌دهد تا روابط چندگانه و پیچیده بین شاخص‌های مختلف را بررسی کند. اگرچه به علت متعدد بودن متغیرهای پژوهش مدل‌سازی و تحلیل از طریق رگرسیون سوگیری نتایج را افزایش می‌دهد، نرم افزار مذکور دارای رابط کاربری گرافیکی ساده و کاربرپسند است که فرایند مدل‌سازی و تحلیل را برای پژوهشگران آسان‌تر می‌کند. باتوجه به این ویژگی‌ها استفاده از SmartPLS4 در بررسی تأثیر شاخص‌های متعدد برون و درون شرکتی بر تأمین مالی شرکت‌ها می‌تواند نتایج دقیق و مطمئنی ارائه دهد و کمک کند تا روابط پیچیده بین این شاخص‌ها به خوبی شناسایی و تحلیل شود.

لازم به ذکر است از آنجاکه برای یک سازه (شاخص) در نرم افزار SmartPLS4 نمی‌توان هم‌زمان از داده‌های باینری و نسبی استفاده کرد، بنابراین، متغیرهایی که می‌تواند ویژگی‌های یک شاخص را اندازه‌گیری کند، اما این ویژگی‌ها هم به‌صورت باینری بوده و هم نسبی، اولویت به متغیرهای نسبی داده شده است و اندازه‌گیری مبتنی بر باینری در تعریف آن سازه استفاده نشده است؛ برای مثال برای اندازه‌گیری شاخص هیئت‌مدیره نمی‌توان هم‌زمان از متغیرهای دوگانگی نقش مدیرعامل و جنسیت هیئت‌مدیره در کنار سایر متغیرها استفاده کرد که به‌صورت نسبی اندازه‌گیری می‌شوند (برای مثال استقلال هیئت‌مدیره و دوره تصدی مدیرعامل)؛ بنابراین، اولویت به متغیرهای نسبی داده شد و متغیرهای باینری از چرخه پژوهش حذف شدند.

نمونه آماری پژوهش دربرگیرنده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ است که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

۱. به دلیل متفاوت بودن ماهیت اقتصادی جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی از جمله سرمایه‌گذاری‌ها، هلدینگ‌ها، لیزینگ‌ها، بیمه‌ها و بانک‌ها نباشند؛ زیرا افشاهای مالی و ساختارهای حاکمیت شرکتی در آنها متفاوت از سایر شرکت‌ها است. شرکت‌هایی که دسترسی به اطلاعات آنها امکان‌پذیر نیست، از نمونه آماری حذف شدند. مطابق ویژگی‌های فوق، ۱۵۹ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ (۱۵۹۰ شرکت - سال) انتخاب شدند. از آنجاکه در اندازه‌گیری برخی از متغیرهای پژوهش از داده‌های سال ۱۳۹۱ و برای اندازه‌گیری قابلیت مقایسه اطلاعات حسابداری نیز از داده‌های سال ۱۳۸۷ به بعد استفاده شده است، بنابراین، دوره گردآوری داده‌ها از سال ۱۳۸۷ تا ۱۴۰۱ و دوره آزمون نیز از سال ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ است.

در پژوهش حاضر سازه وابسته تأمین مالی است که به دو بخش داخلی و خارجی تقسیم شده که بخش خارجی آن نیز به دو بخش کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم شده است. تأمین مالی داخلی از طریق سود انباشته (RET) از نسبت سود (زیان) انباشته تقسیم بر مجموع دارایی‌ها در پایان سال محاسبه شده است (Pourebrahimi et al, 2021). تأمین مالی خارجی کوتاه‌مدت (SDR) برابر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به مجموع دارایی‌ها و تأمین مالی خارجی بلندمدت (LDR) برابر نسبت بدهی بلندمدت به مجموع دارایی‌ها است (Etemadi & Ahmadigvrjy, 2017).

سازه‌های مستقل تأثیرگذار بر تأمین مالی نیز در ۱۴ شاخص تقسیم و در ادامه به شرح آنها پرداخته شده است.

شاخص ویژگی‌های هیئت‌مدیره^۱ از مواردی به این شرح استفاده شده است: استقلال هیئت‌مدیره^۲ که عبارت است از نسبت مدیران غیرمستقل به مدیران مستقل (Taheri, 2023)؛ دوره تصدی مدیرعامل^۳ که برابر با تعداد سال‌های حضور مدیرعامل در این پست، بدون تغییر است (Hamidian et al., 2023)؛ تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره^۴ که برابر با نسبت تعداد اعضای مدیران دارای تخصص مالی و حسابداری به کل اعضای هیئت‌مدیره است (Taheri, 2023)؛ اندازه هیئت‌مدیره^۵ برابر با تعداد اعضای هیئت‌مدیره است (Taheri, 2023)؛ جلسات هیئت‌مدیره^۶ که با لگاریتم طبیعی تعداد جلسات هیئت‌مدیره در یک دوره مالی اندازه‌گیری می‌شود (Hamidian et al, 2023) و پاداش هیئت‌مدیره^۷ که برابر با لگاریتم طبیعی پاداش مصوب (نقدی) هیئت‌مدیره در جلسه مجمع عمومی عادی سالانه است (Arianpoor & Moradi, 2022).

شاخص ویژگی‌های حسابرسی^۸ از مواردی به این شرح استفاده شده است. دوره تصدی حسابرس^۹ که برابر با تعداد

1. Board of Directors
 2. Board Independence
 3. CEO Tenure
 4. Financial Expertise
 5. Board Size
 6. Board Meetings
 7. Board Bonus
 8. Auditing
 9. Tenure Auditor

سال‌های دوره تصدی حسابرس شرکت بدون تغییر است (Alavi et al, 2022)؛ تخصص کمیته حسابرسی^۱ که با نسبت تعداد اعضای دارای تخصص مالی و حسابداری کمیته حسابرسی به کل اعضای کمیته اندازه‌گیری می‌شود (Taheri, 2023)؛ اندازه کمیته حسابرسی^۲ که برابر با تعداد اعضای کمیته حسابرسی شرکت است و حق‌الزحمه حسابرسی^۳ که با لگاریتم طبیعی حق‌الزحمه حسابرس شرکت محاسبه می‌شود (Zalaghi et al., 2019)؛ بندهای گزارش حسابرسی^۴ برابر با لگاریتم طبیعی تعداد بندهای گزارش حسابرسی است و تأخیر در گزارش حسابرسی^۵ که با لگاریتم طبیعی تعداد روزهای حد فاصل ارائه گزارش شرکت و ارائه گزارش حسابرسی اندازه‌گیری می‌شود (Ghodratizoeram et al, 2022).

شاخص ویژگی‌های کنترل داخلی^۶ از مواردی به این شرح استفاده شده است: ضعف کنترل داخلی^۷ که عبارت است از اینکه اگر در گزارش حسابرسی شرکت به وجود ضعف‌های کنترل داخلی اشاره شده باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت صفر می‌گیرد. کمیته مدیریت ریسک^۸، اگر در شرکت کمیته مدیریت ریسک وجود داشته باشد ۱، در غیر این صورت صفر می‌گیرد و تجدید ارائه صورت‌های مالی^۹، اگر شرکت صورت‌های مالی خود را تجدید ارائه کرده باشد، عدد ۱، در غیر این صورت صفر می‌گیرد (Khorramabadi et al., 2020).

شاخص ساختار مالکیت^{۱۰} از مواردی به این شرح استفاده شده است: مالکیت عمده^{۱۱} که برابر با مجموع درصد مالکیت سهام‌داران بالای ۵ درصد است. مالکیت دولتی^{۱۲} عبارت است از درصد مالکیت دولت و ارگان‌های دولتی در شرکت. مالکیت نهادی^{۱۳} شامل درصد مالکیت سهام‌داران نهادی شرکت و مالکیت مدیریتی^{۱۴} درصد مالکیت مدیرعامل و اعضای هیئت مدیره است (zarei & abdollahzadeh, 2018). شناور آزاد^{۱۵} برابر با درصد سهام شناور آزاد است (Agheli et al, 2023).

شاخص ویژگی‌های مدیران^{۱۶} از مواردی به این شرح استفاده شده است: توانایی مدیران^{۱۷} که در پژوهش حاضر به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت از الگوی دمیرجان و همکاران (Demerjian et al., 2012) استفاده شده است. در این الگو با استفاده از اندازه‌گیری کارایی شرکت و سپس واردکردن آن در رگرسیون خطی چندمتغیره به‌عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه می‌شود. به‌منظور اندازه‌گیری کارایی شرکت، دمیرجان (Demerjian et al., 2012) از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) استفاده کرد. محافظه‌کاری مدیریت^{۱۸} که از محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی استفاده شده است که جزو تصمیم‌گیری مدیران است.

شاخص کیفیت گزارشگری مالی^{۱۹} از مواردی به این شرح استفاده شده است: مدیریت سود^{۲۰} که برای اندازه‌گیری مدیریت سود از طریق معیار اقلام تعهدی اختیاری بر پایه مدل تعدیل‌شده جونز به شرح زیر عمل شده است (Dechow et al., 1995):

1. Audit Committee Expertise
2. Audit Committee Size
3. Audit Fees
4. Audit Report Clauses
5. Audit Report Delay
6. Internal Control
7. Internal Control Weakness
8. Risk Management Committee
9. Restatement
10. Ownership Structure
11. Major
12. Governmental
13. Institutional
14. Managerial
15. Free Floating
16. Managers' Characteristics
17. Managers Ability
18. Management Conservatism
19. Financial Reporting Quality
20. Earnings Management

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left[\frac{(\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it})}{A_{it-1}} \right] + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon$$

در این رابطه TA برابر با مجموع اقلام تعهدی است که برابر است با سود قبل از کسر بهره و مالیات منهای جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، A برابر مجموع دارایی‌های شرکت در سال قبل است. ΔREV برابر با تغییرات مجموع درآمد‌های عملیاتی در سال جاری در مقایسه با سال قبل، PPE برابر با مجموع ناخالص املاک، ماشین‌آلات و تجهیزات در سال جاری، ΔAR برابر است با تغییرات در حساب‌های دریافتی در سال جاری در مقایسه با سال قبل و باقی‌مانده این مدل بیانگر مدیریت سود تعهدی است؛ در نهایت، قدرمطلق باقی‌مانده مدل جونز تعدیل شده بیانگر اقلام تعهدی اختیاری (DACC) است. قابلیت مقایسه اطلاعات حسابداری^۱ در این پژوهش از رویکرد دی فرانکو و همکاران (De Franco et al., 2011) در خصوص قابلیت مقایسه و اندازه‌گیری آن استفاده شده است. باتوجه به تعریف مفهومی قابلیت مقایسه در پژوهش‌های حسابداری اخیر، مشخص شده است که دو شرکت در صورتی داده‌های مالی مشابهی مانند سود تهیه کنند، باتوجه به مجموعه رویدادهای اقتصادی یکسانی مانند بازده سهام و جریان‌های نقدی آتی، سیستم‌های حسابداری مقایسه‌شونده‌ای دارند؛ بنابراین، این پژوهش براساس اندازه‌گیری تجربی قابلیت مقایسه ابتدا با اندازه‌گیری سیستم‌های حسابداری یک شرکت و سپس تخمین مقایسه دو شرکت انجام می‌شود. طبق پژوهش نیل (Neel, 2017) برای معیار قابلیت مقایسه از جریان‌های نقدی عملیاتی یک‌ساله به‌عنوان نماینده رویدادهای اقتصادی و سود به‌عنوان نماینده صورت‌های مالی استفاده می‌شود. عدم تقارن اطلاعات^۲ که از معیار قیمت پیشنهادی خرید و فروش استفاده شده است (Nozarpourshami et al., 2023).

$$Sprd_{i,t} = \frac{(Askprice - Bidprice)_{i,t}}{(Askprice + Bidprice)_{i,t}}$$

۲

که در آن Bid برابر میانگین قیمت‌های پیشنهادی خرید و Ask برابر با میانگین قیمت‌های پیشنهادی فروش است. شاخص عملکرد مالی^۳ از طریق نسبت‌های مالی (نسبت‌های نقدینگی، نسبت‌های فعالیت، نسبت‌های سودآوری و نسبت‌های ارزش بازار) محاسبه شده است (Heidariorejlo, 2020). نسبت نقدینگی (Liq) که برای تعریف عملیاتی آن از دو نسبت جاری و آنی استفاده شده است. نسبت فعالیت^۴ برای تعریف عملیاتی آن از دو نسبت گردش حساب‌های دریافتی و گردش مجموع دارایی‌ها استفاده شده که نسبت گردش مجموع دارایی‌ها^۵ از طریق رابطه زیر محاسبه شده است.

$$\frac{\text{فروش خالص}}{\left(\frac{\text{دارایی‌های پایان دوره} + \text{دارایی‌های اول دوره}}{2} \right)}$$

نسبت سودآوری^۶ برای تعریف عملیاتی آن از دو نسبت بازده دارایی‌ها و نسبت سود خالص به فروش و نسبت بازار^۷ که برای تعریف عملیاتی آن از دو نسبت پرداخت سود سهام و نسبت سود به قیمت هر سهم استفاده شده است.

1. Comparability
2. Information Asymmetry
3. Financial Performance
4. Activ
5. AssRatio
6. Prof
7. Market

شاخص عملکرد بازار^۱ از مواردی به این شرح استفاده شده است: لگاریتم قیمت سهام^۲، بازده سالانه سهام^۳، ریسک سهام^۴ که برابر با انحراف معیار ماهانه بازده سهام در طول یک سال است. بتای شرکت^۵ و نقدشوندگی سهام (معیار آمیهد) (ILLIQ) که در پژوهش حاضر با پیروی از پژوهش‌های قبلی، نقدشوندگی سهام را عمدتاً با استفاده از شاخص غیرنقدی پیشنهادی آمیهد اندازه‌گیری می‌کند که می‌تواند اثر ترکیبی هزینه‌های معاملات سهام و شوک‌های قیمتی را در بازار سرمایه ایران مشخص کند. معیار آمیهد به شرح زیر اندازه‌گیری می‌شود (Alijani & Nezhadhosseini, 2024).

$$ILLIQ_{i,t} = \frac{1}{TD_{i,t}} \sum_{d=1}^{TD_{i,t}} \sqrt{\frac{|return_{i,t,d}|}{volume_{i,t,d}}}$$

که در آن return نرخ بازده سهام شرکت i در روز d سال t است، volume مقدار معاملات شرکت i در روز d سال t، TD تعداد روزهای معاملاتی شرکت i در سال t است. باتوجه به اینکه ILLIQ بالاتر نشان‌دهنده هزینه‌های معامله بیشتر و نقدشوندگی سهام کمتر است، نقدشوندگی سهام (نقدینگی) به عنوان لگاریتم طبیعی سالانه ILLIQ ضرب در -۱ تعریف می‌شود؛ به این ترتیب، ارزش نقدشوندگی بیشتر نشان‌دهنده نقدشوندگی بهتر سهام است. شاخص کارایی سرمایه‌گذاری^۶ از مواردی به شرح ذیل استفاده شده است:

کارایی سرمایه‌گذاری (INV) که با استفاده از رابطه زیر محاسبه شده است (Quah et al., 2021).

$$INV = \frac{\text{دریافتی نقدی از محل فروش دارایی ثابت} - \text{مخارج تحصیل} + \text{مخارج سرمایه} + \text{هزینه پژوهش و توسعه}}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

شاخص استراتژی‌های رقابتی^۷ که شامل استراتژی تمایز^۸ از طریق معیار زیر محاسبه می‌شود (Li et al. 2021):

$$Diff_{i,t} = \frac{SG\&A_{i,t}}{Sales_{i,t}} + \frac{Sales_{i,t}}{COGS_{i,t}}$$

در این رابطه SG&A هزینه‌های فروش، اداری و عمومی شرکت i در سال جاری، Sales فروش شرکت i در سال جاری و CGOS بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته شرکت i در سال جاری است. استراتژی رهبری هزینه^۹ که به کمک متغیر مشاهده‌پذیر نسبت اثربخشی هزینه محاسبه می‌شود که حاصل نسبت بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته به کل فروش است. استراتژی تمرکز^{۱۰} که از شاخص تمرکز مشتری استفاده می‌شود و براساس فروش به مشتریان اصلی شرکت طبق پژوهش (Li et al. 2021) از رابطه زیر به دست می‌آید.

$$\text{Major customer Sales}_{i,t} = \sum_{j=1}^J \left(\frac{\text{Revenues}_{i,j,t}}{\text{Revenues}_{i,t}} \right)$$

¹ Market Performance

² Price

³ Returns

⁴ Stock risk

⁵ Beta

⁶ Investment Efficiency

⁷ Strategies

⁸ Distinction

⁹ Cost Leadership

¹⁰ Concentration

که در این رابطه $Revenues_{i,j,t}$ درآمد شرکت i از مشتری j در سال t و $Revenues_{i,t}$ درآمد شرکت i در سال t است. و استراتژی حفظ حجم فروش^۱ که برای محاسبه استراتژی حفظ حجم فروش یا رشد سهم از بازار، از نرخ رشد فروش شرکت استفاده می‌شود که برابر است با تفاوت فروش سال جاری در مقایسه با سال قبلی، تقسیم بر فروش سال قبل است. شاخص مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی^۲ که با استفاده از الگوی مسئولیت اجتماعی کارول (Carroll, 1979)، ابتدا شاخص‌هایی برای ابعاد اقتصادی، قانونی، اخلاقی انتخاب شد. در جدول (۱) متغیرهای استفاده‌شده و نحوه اندازه‌گیری آنها بیان شده است.

جدول (۱): نحوه اندازه‌گیری شاخص‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی

Table(1):. How to measure Corporate Social Responsibility indicators

بعد	متغیر	شاخص	نحوه محاسبه
		نرخ تعدیل	
		کارکنان	تغییرات کارکنان سال جاری به کارکنان سال قبل
انسان‌دوستانه	ورودی	دریافت	در صورتی‌که شرکت موفق به دریافت گواهینامه ایزو ۱۴۰۰۱ شده باشد، برای متغیر مجازی مربوط به ایزو، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر منظور می‌شود
		گواهینامه ایزو	۱۴۰۰۱
		اقدام تعهدی	برای به دست آوردن اقدام تعهدی اختیاری از مدل تعدیل‌شده جونز (۱۹۹۱) به شرح مدل زیر استفاده می‌شود:
		اخلاقی	رابطه (۲۵)
		ورودی	$\frac{TAC_{it}}{TA_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left[\frac{1}{TA_{it-1}} \right] + \alpha_2 \left[\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{TA_{it-1}} \right] + \alpha_3 \left[\frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} \right] + \varepsilon_{it}$
		اختیاری	$TAC_{i,t}$: جمع کل اقدام تعهدی شرکت i در سال t که برابر با سود خالص عملیاتی منهای جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی است. $TA_{i,t-1}$: کل دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$ $\Delta REV_{i,t}$: تغییر در درآمدهای عملیاتی شرکت i در سال t $\Delta REC_{i,t}$: تغییر در خالص حساب‌های دریافتی شرکت i در سال t $PPE_{i,t}$: ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت i در سال t
قانونی	ورودی	نرخ مؤثر مالیاتی	نسبت مالیات ابرازی به سود و زیان قبل از کسر مالیات
		اندازه حسابر	اگر شرکت حسابرسی و شرکت‌های حسابرسی رتبه الف تأییدشده بورس، حسابرسی شرکت کرده باشند، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد. از رابطه زیر برای محاسبه جریان‌های نقدی آزاد استفاده شده است.
		اقتصادی	رابطه (۲۶)
		جریان‌های	$FCC_{it} = \left[\frac{INC_{it} - TAX_{it} - INTEP_{it} - CSDIV_{it}}{A_{t-1}} \right]$
		نقدی آزاد	$FCC_{i,t}$: جریان نقدی آزاد شرکت i در سال t $INC_{i,t-1}$: سود عملیاتی شرکت i در سال $t-1$ $TAX_{i,t}$: مالیات بر درآمد پرداختی شرکت i در سال t $INTEP_{i,t}$: هزینه بهره پرداختی شرکت i در سال t $CSDIV_{i,t}$: سود پرداختی به سهام‌داران عادی شرکت i در سال t
		کیوتوبین	مجموع ارزش بازار سهام شرکت و ارزش بدهی‌ها تقسیم‌بردارایی‌ها از رابطه زیر برای محاسبه چرخه نقدینگی استفاده شده است.
		چرخه نقدینگی	$CCC_i = INV + AR - AP$
			INV : میانگین موجودی کالا تقسیم‌بر بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته ضربدر ۳۶۰ BVD : میانگین حساب‌های دریافتی تقسیم‌بر فروش خالص ضربدر ۳۶۵ BVA : میانگین حساب‌های پرداختی تقسیم‌بر بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته ضربدر ۳۶۵

¹ Maintain

² Corporate Social Responsibility

سپس از روش تحلیل پوششی داده‌ها که امکان مقایسه چند شرکت را از لحاظ چندین معیار فراهم می‌کند، برای سنجش ضریب ایفای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به عنوان متغیر مستقل استفاده شد. تحلیل پوششی داده‌ها، ابزاری است که کارایی نسبی شرکت‌هایی را در موضوعی معین اندازه‌گیری می‌کند که دارای ورودی‌ها و خروجی‌های مشابهی است. پس از جمع‌آوری داده‌های متغیرهای ورودی (ابعاد قانونی، اخلاقی) و خروجی (بُعد اقتصادی) با استفاده از نرم‌افزار تحلیل پوششی داده‌ها، روش بنکرچارنز کوپر خروجی محور، ضریب ایفای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها اندازه‌گیری شد. در این روش، ابتدا مرز کارا میان شرکت‌های بررسی شده تشکیل شد و براساس آن کارایی هر یک از شرکت‌ها محاسبه شد. بدین ترتیب، آن واحدهایی که بر روی مرز کارا قرار دارند، دارای کارایی ۱۰۰٪ (یک) و آن واحدهایی که بر بالای این مرز قرار دارند، دارای کارایی کمتر از ۱۰۰٪ (کمتر از یک) خواهند بود؛ بنابراین، برای واحدهای بررسی شده روی مرز کارا می‌توان چنین استدلال کرد که از لحاظ ایفای مسئولیت اجتماعی شرکت در وضعیت مناسبی در مقایسه با بقیه واحدها قرار دارد و هرچه مقدار به دست آمده کمتر باشد، بدان معناست که ایفای مسئولیت اجتماعی شرکت در سطح پایین تری قرار دارد.

شاخص ارتباط سیاسی^۱ که در این پژوهش با پیروی از پژوهش خواجهی و همکاران (Khajavi et al., 2021) که در محیط ایران انجام شده است، در صورتی که یکی از اعضای هیئت مدیره فعلی یا سابق نماینده مجلس، وزیر، افسر در نیروهای مسلح یا نزدیک به احزاب و سیاستمداران باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت به آن صفر تعلق می‌گیرد. شاخص عدم اطمینان اقتصادی^۲ که در این پژوهش، اطلاعات از سایت بانک مرکزی و مرکز آمار ایران دریافت شده است و شامل نرخ تورم سالانه^۳، تغییرات نرخ ارز بازار آزاد^۴، نرخ بیکاری^۵، رشد اقتصادی^۶، نرخ سود بلندمدت^۷، نرخ رشد شاخص کل سهام^۸، نرخ بهره بین بانکی^۹ است.

شاخص ویژگی‌های شرکتی^{۱۰} از مواردی که به این شرح استفاده شده است: اندازه شرکت^{۱۱} که برابر با لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت است؛ سن شرکت^{۱۲} که با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های پذیرش شرکت در بورس محاسبه شده است. تعداد کارکنان شرکت^{۱۳} که برابر با لگاریتم طبیعی تعداد کارکنان شرکت است؛ رشد فروش شرکت^{۱۴} که عبارت است از تغییرات فروش سال جاری در مقایسه با سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل؛ رشد دارایی شرکت^{۱۵} که برابر با تغییرات دارایی سال جاری در مقایسه با سال قبل تقسیم بر دارایی‌های سال قبل است و سیاست تقسیم سود شرکت^{۱۶} که با نسبت سود تقسیم شده بر سود خالص محاسبه شده است.

¹ Political Communication

² Economic Uncertainty

³ Inflation

⁴ Exchange

⁵ Unemployment

⁶ Economic Growth

⁷ Long-Term Profit

⁸ Stock Index

⁹ Interbank Interest

¹⁰ Firm Characteristics

¹¹ Size

¹² Age

¹³ Employees Number

¹⁴ Sales Growth

¹⁵ Asset Growth

¹⁶ Dividend Policy

یافته‌ها

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای ۱۵۹ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ (۱۵۹۰ شرکت - سال) به شرح جدول (۲) است. همان‌طور که مشخص است، میانگین و میانه تأمین مالی داخلی از طریق سود انباشته نزدیک به هم بوده که این مهم حاکی از پراکندگی اندک این متغیر است؛ به عبارتی، محدوده تأمین مالی داخلی در بیشتر شرکت‌ها در یک محدوده است. میانگین آن حدود ۱۶ درصد است که نشان می‌دهد شرکت برای هر ۱۰۰ واحد دارایی، ۱۶ واحد را از طریق سود انباشته تأمین کرده است. این نشانه می‌تواند برای مقایسه شرکت‌های مختلف در یک صنعت یا برای بررسی عملکرد یک شرکت در طول زمان مفید باشد. عدد منفی کمینه آن نیز به این معنی است که شرکت برای هر دارایی، مقداری از سود انباشته خود را از دست داده و شرکت با زیان انباشته مواجه شده است. میانگین تأمین مالی خارجی کوتاه مدت حاکی از آن است که به طور میانگین، شرکت‌ها برای هر ۱۰۰ واحد دارایی، ۴۹ واحد را از طریق بدهی کوتاه مدت تأمین کرده‌اند و نشانه‌ای است که وابستگی شرکت به منابع مالی خارجی برای تأمین نیازهای کوتاه مدت خود است. مقایسه میانگین تأمین مالی خارجی کوتاه مدت و بلندمدت نشان می‌دهد که بیشتر شرکت‌ها به تأمین مالی خارجی کوتاه مدت تمایل دارند. میانگین لگاریتم طبیعی تأخیر در ارائه گزارش حسابرسی حاکی از آن است که در بیشتر مشاهدات، اختلاف بین پایان سال مالی و ارائه گزارش حسابرسی بسیار است. میانگین مدیریت سود حدود ۰/۸ است که به این معنی است که مدیران شرکت‌ها به طور متوسط درصد زیادی از سود واقعی خود را با استفاده از اقلام تعهدی اختیاری تغییر داده‌اند. میانگین قابلیت مقایسه نشان می‌دهد که اطلاعات حسابداری شرکت‌ها به طور متوسط تنها حدود ۱۵ درصد با یکدیگر همبستگی دارند. کمینه منفی نسبت آبی نیز حاکی از آن است که دارایی‌های جاری شرکت کمتر از موجودی کالا و پیش‌پرداخت‌ها است؛ به عبارت دیگر، برخی شرکت‌های نمونه دارایی‌های نقدشونده‌ای کمتر از صفر دارند و توانایی پرداخت بدهی‌های جاری خود را از طریق دارایی‌های جاری ندارند و باید از منابع دیگری مانند فروش دارایی‌های ثابت، افزایش سرمایه یا جذب وام استفاده کنند. یک نسبت آبی منفی نشان‌دهنده وضعیت مالی بسیار بحرانی شرکت است و ممکن است به ورشکستگی منجر شود. میانگین تغییرات نرخ تورم و نرخ ارز نیز نشان می‌دهد که در دوره پژوهش به طور متوسط به ترتیب ۲۹ و ۵۳ درصد تورم و تغییرات نرخ ارز در بازار آزاد وجود داشته که حاکی از عدم اطمینان اقتصادی زیاد است.

جدول (۲): آماره‌های توصیفی داده‌های پژوهش

Table (2): Descriptive statistics of research variables

مدل اول			مدل دوم			مدل سوم			پنل الف: متغیرهای پیوسته		
شاخص	متغیر	نماد	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	بار عاملی	بار عاملی	بار عاملی	
تأمین مالی داخلی	از طریق سود انباشته	RET	۰/۱۵۸	۰/۱۸۲	۰/۴۳۶	-۶۹۵/۸	۰/۸۸۷	-	-	-	
تأمین مالی خارجی	کوتاه مدت	SDR	۰/۴۹۱	۰/۴۷۱	۰/۴۰۶	۰/۰۱۲	۹/۱۳۸	-	۱	-	
	بلندمدت	LDR	۰/۱۱۵	۰/۰۳۸	۰/۹۰۸	۰/۰۲۳	۱۹/۳۴۶	۱	-	-	
نرخ ارز	استقلال هیئت مدیره	Board Independence	۲/۱۰۹	۱/۵	۱/۵۲	۰	۶	۰/۴۵۳	۰/۴۲۸	۰/۶۹۵	
	دوره تصدی مدیرعامل	CEO Tenure	۲/۹۹۲	۲	۲/۲۶۱	۱	۱۲	۰/۴۰۱	۰/۴۶۲	۰/۴۲۱	
	تخصص مالی اعضای هیئت مدیره	Financial Expertise	۰/۱۴۷	۰	۰/۱۸۸	۰	۱	۰/۷۱۹	۰/۷۶۳	۰/۴۱۷	
اندازه هیئت مدیره	اندازه هیئت مدیره	Board Size	۵/۰۵	۵	۰/۳۳۱	۳	۷	۰/۴۲۹	۰/۴۸۶	۰/۴۲۵	
	جلسات هیئت مدیره	Board Meetings	۲/۶۷۹	۲/۴۸۵	۰/۳۲۴	۰/۶۹۳	۴/۳۳۱	۰/۴۵۰	۰/۴۵۰	۰/۵۱۰	

مدل اول			مدل دوم			مدل سوم			پنل الف: متغیرهای پیوسته			شاخص	متغیر	نماد	میانگین	میان	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	بار اول	بار دوم	بار سوم				
بار اول	بار دوم	بار سوم	بار اول	بار دوم	بار سوم	بار اول	بار دوم	بار سوم																		
۰/۵۳۳	۰/۶۱۰	۰/۱۷۹	۵	۰/۷۷۸	۰/۵۳۹	۳/۳۰۱	۳/۲۷۹	Board Bonus	پاداش هیئت مدیره																	
۰/۵۴۲	۰/۴۸۹	۰/۴۶۵	۱۴	۰	۲/۸۰۵	۳	۳/۸۵۲	Auditor Tenure	دوره تصدی حسابرس																	
۰/۴۲۸	۰/۴۸۸	۰/۴۵۳	۱	۰	۰/۲۵۲	۰/۶۶۷	۰/۷۴۸	Audit Committee Expertise	تخصص کمیته حسابرسی																	
۰/۴۶۵	۰/۴۹۹	۰/۴۹۴	۵	۰	۰/۵۷۷	۳	۳/۱۳۷	Audit Committee Size	اندازه کمیته حسابرسی																	
۰/۴۴۳	۰/۴۸۶	۰/۴۰۹	۵/۸۵۲	۱/۲۷۲	۰/۵۰۹	۳/۱۷۲	۳/۱۹۶	Audit Fees	حق الزحمه حسابرسی																	
۰/۶۷۵	۰/۴۷۶	۰/۴۷۶	۳/۴۶۶	۱/۹۴۶	۰/۲۲۱	۲/۶۳۹	۲/۶۳۵	Audit Report Clauses	بندهای گزارش حسابرسی																	
۰/۴۳۳	۰/۶۳۷	۰/۸۴۳	۵/۳۹۴	۲/۹۴۴	۰/۳۷۱	۴/۴۶۶	۴/۳۷۲	Audit Report Delay	تأخیر در گزارش حسابرسی																	
۰/۴۶۹	۰/۴۹۳	۰/۶۶۳	۹۹	۰	۲۳/۴۷۱	۷۸/۱۱	۷۳/۵۰۳	Major	مالکیت عمده																	
۰/۸۰۶	۰/۴۰۹	۰/۴۶۰	۹۸/۰۹	۰	۲۷/۲۹۲	۶/۷۵	۲۱/۷۱۳	Governmental	مالکیت دولتی																	
۰/۷۰۸	۰/۷۶۲	۰/۴۱۷	۹۸	۰	۳۰/۸۰۹	۲۶/۲۹	۳۴/۱۹۶	Institutional	مالکیت نهادی																	
۰/۴۸۰	۰/۷۲۲	۰/۸۵۵	۹۴/۰۹۵	۰/۰۰۸	۱۶/۷۷۶	۲۳/۵۶۸	۲۶/۰۵۲	Free Floating	شناور آزاد																	
۰/۴۴۶	۰/۴۲۸	۰/۷۹۴	۹۹	۰	۳۰/۲۵۶	۶۱/۳۶	۵۲/۴۴۹	Managerial	مالکیت مدیریتی																	
۰/۴۳۹	۰/۴۴۰	۰/۴۲۱	۰/۶۵۳	-۰/۴۳۸	۰/۲۶۹	-۱/۰۵۱	۰/۰۰۳	Managers Ability	توانایی مدیران																	
۰/۴۳۰	۰/۹۱۴	۰/۸۹۱	۰/۵۹۵	-۲/۴۰۳	۰/۴۰۴	-۱/۰۳۴	-۰/۰۹	Conditional Conservatism	محافظه کاری شرطی																	
۰/۹۹۶	۰/۴۳۸	۰/۴۸۸	۰	-۰/۰۰۱	۰	۰	۰	Unconditional Conservatism	محافظه کاری غیرشرطی																	
۰/۹۹۸	۰/۸۸۰	۰/۹۸۰	۵/۱۲۴	۰	۰/۴۱۷	۰/۷۸۶	۰/۷۹۷	Earnings Management	مدیریت سود																	
۰/۴۵۰	۰/۴۳۰	۰/۴۴۱	۰/۶۷۵	-۰/۲۵۸	۰/۰۹۸	۰/۱۲۱	۰/۱۵۱	Comparability	قابلیت مقایسه اطلاعات حسابداری																	
۰/۴۰۷	۰/۴۷۹	۰/۴۹۹	۰/۰۵۲	۰	۰/۰۱۲	۰/۰۲۹	۰/۰۲۷	Information Asymmetry	عدم تقارن اطلاعاتی																	
۰/۴۷۲	۰/۸۰۷	۰/۷۰۴	۴۳/۸۱۲	۰/۰۰۱	۲/۵۰۸	۱/۴۱۹	۱/۹۲۴	CuRatio	نسبت جاری																	
۰/۸۱۳	۰/۷۰۱	۰/۶۱۴	۴۳/۷۹۲	-۵۱/۴۰۳	۳/۰۰۴	۰/۸۲	۱/۱۲	ACRatio	نسبت آبی																	
۰/۸۰۸	۰/۴۷۶	۰/۴۸۷	۹۱۸/۸۴۵	۰/۰۲۹	۵۰/۴۵۳	۴/۰۰۱	۱۱/۸۸۵	RecRatio	نسبت گردش حسابهای دریافتی																	
۰/۴۴۲	۰/۴۵۲	۰/۴۲۴	۴۲/۰۹۱	۰/۰۰۲	۲/۰۴۲	۰/۸۷۹	۱/۱۸۲	AssRatio	نسبت گردش مجموع داراییها																	
۰/۴۰۰	۰/۵۸۶	۰/۷۰۸	۰/۶۵۵	-۰/۶۱۴	۰/۱۵۵	۰/۱۴	۰/۱۶۸	ROARatio	نسبت بازده داراییها																	
۰/۴۲۴	۰/۸۲۹	۰/۷۸۳	۹/۶۳	-۶/۱۲	۰/۶۴۳	۰/۱۵۴	۰/۲۳۱	SINRatio	نسبت سود خالص به فروش																	
۰/۴۲۹	۰/۴۵۷	۰/۴۸۰	۰/۰۰۰	۰/۹۹۴	۰/۳۶۵	۰/۲۱۴	۰/۳۶۰	DERatio	نسبت پرداخت سود																	

کیفیت حسابرسی

ساختار مالکیت

ویژگی های مدیران

کیفیت گزارشگری مالی

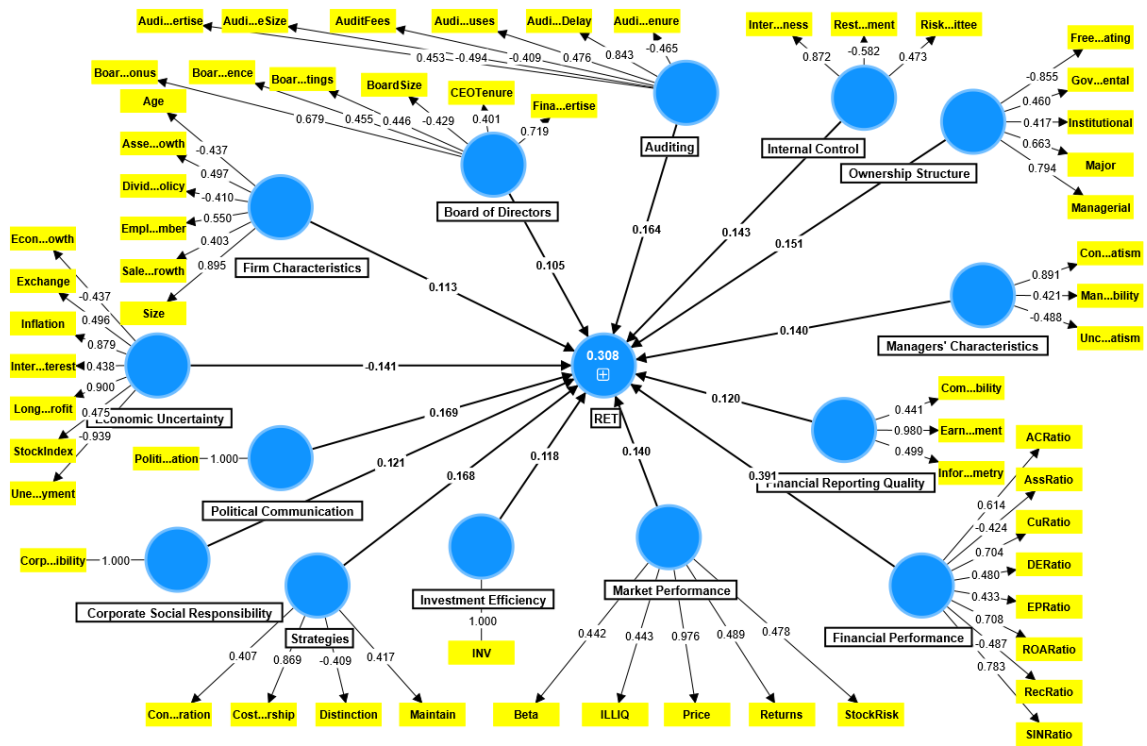
عملکرد مالی

مدل سوم			مدل دوم			مدل اول			پنل الف: متغیرهای پیوسته				
مدل سوم	مدل دوم	مدل اول	بار عاملی	بار عاملی	بار عاملی	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانگین	میانگین	نماد	متغیر	شاخص
												سهام	
۰/۴۵۰	۰/۴۵۵	۰/۴۳۳	۰/۰۳۸	۰/۰۳۸	۰/۰۳۸	-۰/۰۳۸	۰/۰۰۳	۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	EPRatio	نسبت سود به قیمت هر سهم	
۰/۸۰۷	۰/۴۳۱	۰/۹۷۶	۵/۲۳۵	۱/۳۹۶	۰/۷۵۷	۳/۱۴۶	۳/۱۴۶	۳/۱۴۶	۳/۱۴۶	۳/۱۴۶	Price	قیمت سهام	
۰/۴۱۲	۰/۴۹۳	۰/۴۸۹	۲۶/۶۱۴	-۰/۸۱۹	۲/۱۲۵	۰/۴۰۳	۱/۰۴۱	۱/۰۴۱	۱/۰۴۱	۱/۰۴۱	Returns	بازده سالانه سهام	بازار عملکرد
۰/۴۱۵	۰/۵۹۱	۰/۴۷۸	۰/۱۷۸	۰/۰۰۱	۰/۰۱۲	۰/۰۲۶	۰/۰۲۶	۰/۰۲۶	۰/۰۲۶	۰/۰۲۶	Stock risk	ریسک سهام	
۰/۴۳۸	۰/۷۲۶	۰/۴۴۲	۳/۶۶۷	-۱/۹۹۸	۰/۵۰۳	۰/۵۲۲	۰/۵۵۹	۰/۵۵۹	۰/۵۵۹	۰/۵۵۹	Beta	بنای شرکت	
۰/۴۴۵	۰/۴۳۸	۰/۴۴۳	۰	-۰/۶۸۸	۰/۰۲۹	-۰/۰۰۲	-۰/۰۰۴	-۰/۰۰۴	-۰/۰۰۴	-۰/۰۰۴	ILLIQ	نقدشوندگی سهام	
۱	۱	۱	۰/۹۴۵	-۰/۸۹۱	۰/۱۲۵	۰/۰۰۹	۰/۰۴۲	۰/۰۴۲	۰/۰۴۲	۰/۰۴۲	INV	کارایی سرمایه‌گذاری	کارایی سرمایه‌گذاری
۰/۴۹۸	۰/۴۲۸	۰/۴۰۹	۱۹۵/۲۰۱	۰/۲۸۷	۱۲/۳۶۳	۱/۵۵۱	۳/۳۴۸	۳/۳۴۸	۳/۳۴۸	۳/۳۴۸	Distinction	استراتژی تمایز	استراتژی‌های رقابتی
۰/۴۰۳	۰/۷۷۹	۰/۸۶۹	۱/۵۸۴	۰	۰/۲۱۳	۰/۷۳۷	۰/۷۰۶	۰/۷۰۶	۰/۷۰۶	۰/۷۰۶	Cost Leadership	استراتژی رهبری هزینه	
۰/۹۲۸	۰/۵۵۲	۰/۴۰۷	۷۹/۶۹	-۱	۴/۰۹۹	۰/۲۶	۰/۵۶۶	۰/۵۶۶	۰/۵۶۶	۰/۵۶۶	Concentration	استراتژی تمرکز	
۰/۴۹۴	۰/۴۱۰	۰/۴۱۷	۱	۰	۰/۲۵۸	۰/۰۵۱	۰/۱۶۴	۰/۱۶۴	۰/۱۶۴	۰/۱۶۴	Maintain	حفظ حجم فروش	
۱	۱	۱	۰/۷	۰/۲	۰/۱۴۶	۰/۴۴	۰/۴۴۶	۰/۴۴۶	۰/۴۴۶	۰/۴۴۶	CSR	مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی	مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی
۰/۹۱۸	۰/۸۷۹	۰/۸۷۹	۴۷/۱	۹	۱۵/۳۷۳	۳۴/۷	۲۹/۳	۲۹/۳	۲۹/۳	۲۹/۳	Inflation	نرخ تورم	
۰/۷۶۰	۰/۴۹۴	۰/۴۹۶	۲۳۲/۶	۶/۸	۶۳/۷۱۹	۳۸/۵	۵۳/۱۶	۵۳/۱۶	۵۳/۱۶	۵۳/۱۶	Exchange	نرخ ارز	شاخص‌های عدم اطمینان اقتصادی
۰/۶۷۶	۰/۹۴۵	۰/۹۳۹	۱۲/۴	۹	۱/۱۴۴	۱۰/۶	۱۰/۶۹	۱۰/۶۹	۱۰/۶۹	۱۰/۶۹	Unemployment	نرخ بیکاری	
۰/۵۲۹	۰/۴۲۰	۰/۴۳۷	۱۲/۱	-۷/۲	۵/۱	۳/۷	۱/۸۶	۱/۸۶	۱/۸۶	۱/۸۶	Economic Growth	رشد اقتصادی	
۰/۶۱۵	۰/۹۰۰	۰/۹۰۰	۲۰/۵	۱۵	۲/۴۳۱	۲۰	۱۸/۷	۱۸/۷	۱۸/۷	۱۸/۷	Long-Term Profit	نرخ سود بلندمدت	
۰/۷۸۰	۰/۴۵۶	۰/۴۷۵	۱۸۷/۰۸۳	-۲۰/۸۶۱	۶۶/۰۲۴	۴۳/۳۸۷	۶۰/۳۵۵	۶۰/۳۵۵	۶۰/۳۵۵	۶۰/۳۵۵	Stock Index	نرخ رشد شاخص کل سهام	
۰/۴۲۵	۰/۴۳۵	۰/۴۳۸	۲۷	۱۸/۶	۲/۷۲۳	۲۰	۲۱/۳۲	۲۱/۳۲	۲۱/۳۲	۲۱/۳۲	Interbank Interest	نرخ بهره بین‌بانکی	
۰/۸۲۹	۰/۶۸۸	۰/۸۲۹	۹/۳۶۸	۴/۵۷۴	۰/۷۶۵	۶/۳۹۷	۶/۵۲	۶/۵۲	۶/۵۲	۶/۵۲	Size	اندازه شرکت	
۰/۴۹۲	۰/۴۴۷	۰/۴۹۲	۱/۸۲	۰/۶۹۹	۰/۱۶۷	۱/۳۰۱	۱/۲۸۴	۱/۲۸۴	۱/۲۸۴	۱/۲۸۴	Age	سن شرکت	
۰/۴۷۲	۰/۴۵۲	۰/۴۷۲	۴/۷۷۸	۰/۹۰۳	۰/۵۶۲	۲/۶۷۳	۲/۷۵۸	۲/۷۵۸	۲/۷۵۸	۲/۷۵۸	Employees Number	تعداد کارکنان	
۰/۴۹۲	۰/۴۴۶	۰/۴۹۲	۷۷/۹۵۹	-۰/۹۹۱	۲/۹۰۸	۰/۳۰۹	۰/۵۲۵	۰/۵۲۵	۰/۵۲۵	۰/۵۲۵	Sales Growth	رشد فروش	ویژگی‌های فشرده‌سازی
۰/۵۲۶	۰/۷۹۴	۰/۵۲۶	۸/۵۵۶	-۰/۹۹۸	۰/۵۶۳	۰/۲۲۴	۰/۳۴۹	۰/۳۴۹	۰/۳۴۹	۰/۳۴۹	Asset Growth	رشد دارایی	
۰/۴۲۰	۰/۴۴۱	۰/۴۲۰	۰/۰۸۶	۰	۰/۰۰۴	۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	Dividend Policy	سیاست تقسیم سود	

پنل الف: متغیرهای پیوسته										
شاخص	متغیر	نماد	میانگین	میان	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	بار اول	بار دوم	بار سوم
شاخص	متغیر	نماد	فرآوانی	فرآوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی	اول	دوم	سوم
	ضعف کنترل داخلی	Internal Control Weakness	۹۳۷	۶۵۳	۵۹	۴۱	۰/۸۵۲	اول	دوم	سوم
کنترل داخلی	کمیته مدیریت ریسک	Risk Management Committee	۱۵۶۶	۲۴	۹۸	۲	۰/۴۷۳	اول	دوم	سوم
	تجدید آرائه صورت‌های مالی	Restatement	۸۷۵	۷۱۵	۵۵	۴۵	۰/۸۷۵	اول	دوم	سوم
ارتباط سیاسی	ارتباط سیاسی	Political Communication	۵۴۱	۱۰۴۹	۳۴	۶۶	۰/۶۲۰	اول	دوم	سوم

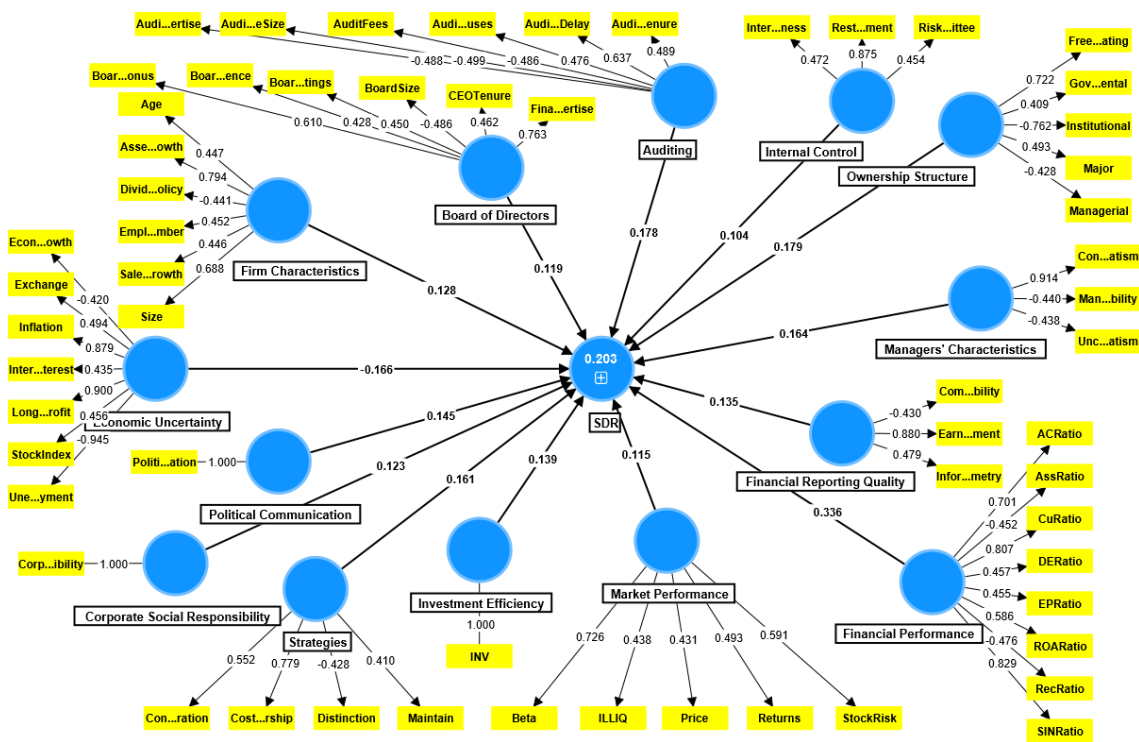
برای تعیین روایی و پایایی متغیرهای پژوهش به ترتیب از روش‌های روایی همگرا، ضریب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی استفاده شد که براین اساس روایی و پایایی متغیرهای پژوهش تأیید شد. باتوجه به اینکه مقدار آلفای کرونباخ متغیرها بیشتر از ۰/۷ است، پس پایایی قابل قبولی وجود دارد. مقادیر پایایی ترکیبی سازه‌ها معیار واقعی‌تر و دقیق‌تری در مقایسه با آلفای کرونباخ آنها است که مقدار بیشتر از ۰/۷ ضریب پایایی ترکیبی نشان از پایداری درونی مناسب را برای مدل‌های اندازه‌گیری متذکر می‌شود. فورنل و لارکر (Fornell & Larcker, 1981) معیار AVE (میانگین واریانس استخراج‌شده) را برای سنجش روایی همگرا معرفی کردند و اظهار داشتند که درباره AVE مقدار بحرانی عدد ۰/۵ است؛ بدین معنی که مقدار AVE بیشتر از ۰/۵ روایی همگرای قابل قبول را نشان می‌دهد. جدول (۳) نشان می‌دهد که میانگین واریانس استخراجی همه متغیرهای پژوهش حاضر بیشتر از ۰/۵ است که نشان‌دهنده روایی همگرای قابل قبول است.

بارهای عاملی از طریق محاسبه مقدار همبستگی شاخص‌های یک سازه محاسبه می‌شوند که اگر این مقدار برابر یا بیشتر از مقدار ۰/۴ شود، مؤید این مطلب است که واریانس بین سازه و شاخص‌های آن از واریانس خطای اندازه‌گیری آن سازه بیشتر بوده و پایایی درباره آن مدل اندازه‌گیری قابل قبول است (Holland, 1999). برخی نویسندگان مثل ریوارد و هاف (Rivard & Huff, 1998)، عدد ۰/۵ را به عنوان مقدار ملاک بارهای عاملی ذکر کرده‌اند. نکته مهم اینجاست که اگر پژوهشگر پس از محاسبه بارهای عاملی بین سازه و شاخص‌های آن با مقادیر کمتر از ۰/۴ مواجه شد، باید آن شاخص‌ها را اصلاح یا از الگوی پژوهش خود حذف کند. شکل‌های (۱)، (۲) و (۳) بارهای عاملی متغیرهای این پژوهش را نشان می‌دهد. بارهای عاملی این متغیرها بیشتر از مقدار ۰/۴ است که این نشان می‌دهد واریانس بین سازه و شاخص‌های آن از واریانس خطای اندازه‌گیری آن سازه بیشتر بوده و پایایی درباره مدل اندازه‌گیری کاملاً قابل قبول است. علامت منفی بار عاملی برخی از متغیرها در شکل (۱)، (۲) و (۳) حاکی از آن است که بین این متغیر با سازه مرتبط با آن رابطه معکوسی وجود دارد.



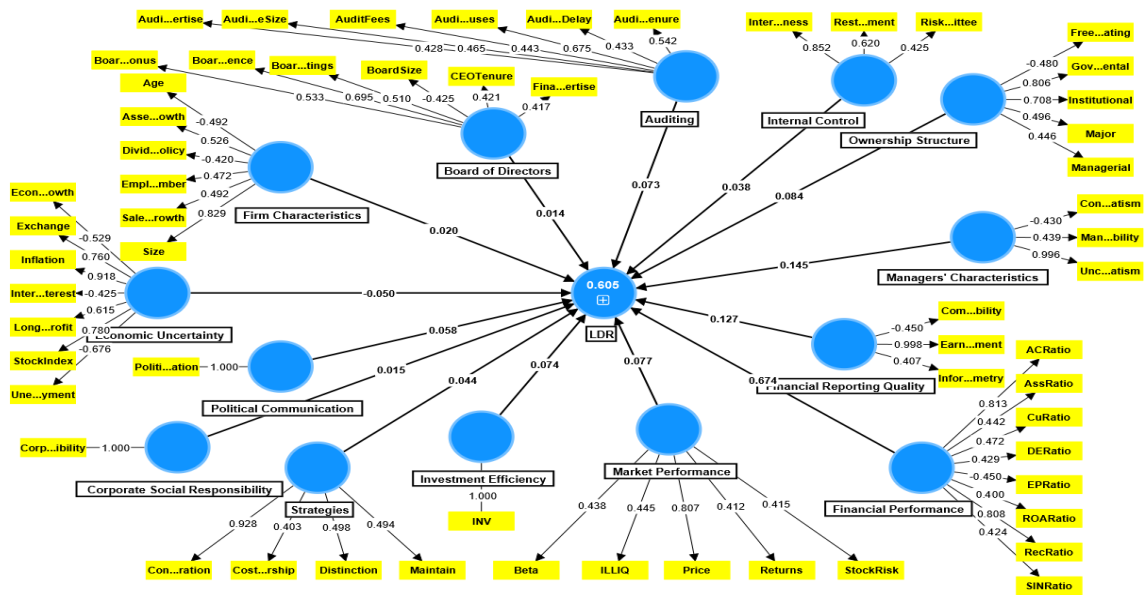
شکل (۱): نتایج بارهای عاملی و ضرایب مسیر در مدل تأمین مالی داخلی

Figure (1): Factor loadings results and path coefficients in the internal financing model



شکل (۲): نتایج بارهای عاملی و ضرایب مسیر در مدل تأمین مالی خارجی کوتاه مدت

Figure (2): Factor loadings results and path coefficients in the short-term external financing model

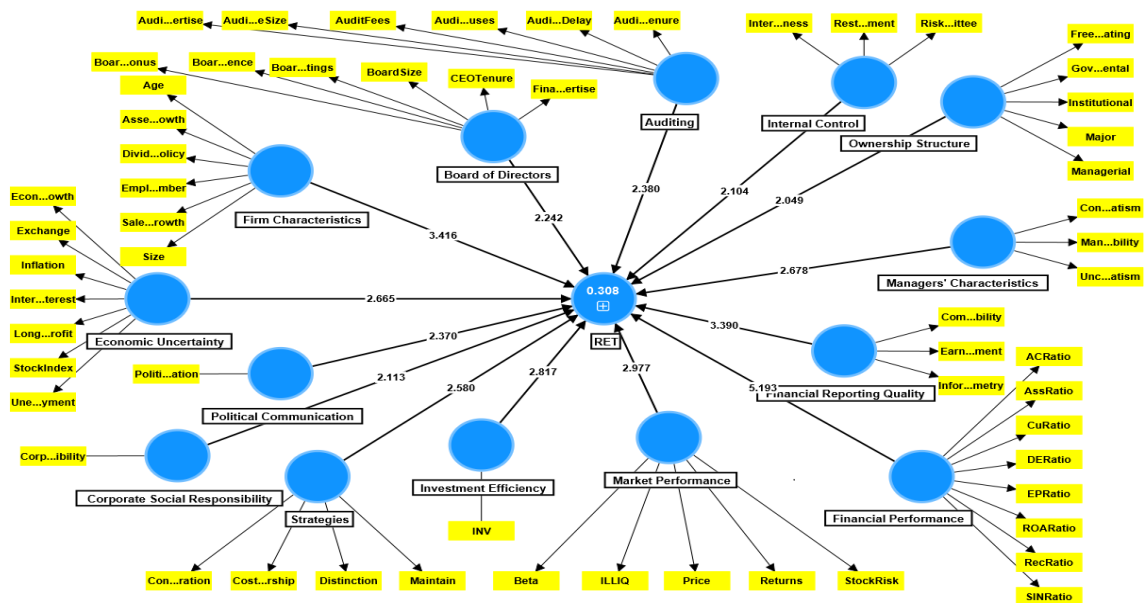


شکل (۳): نتایج بارهای عاملی و ضرایب مسیر در مدل تأمین مالی خارجی بلندمدت

Figure (3): Factor loadings results and path coefficients in the long-term external financing model

نتایج فرضیه‌های تأمین مالی داخلی

باتوجه به اینکه مقدار آماره t حاصل از بررسی تمامی فرضیه‌های پژوهش از جنبه تأمین مالی داخلی، بیشتر از $1/96$ است و سطح معناداری آن نیز کمتر از ۵ درصد است، فرضیه‌های پژوهش تأیید می‌شود؛ بنابراین، مشخص شد که بین هر ۱۴ سازه منتخب مطابق با مبانی نظری و تأمین مالی داخلی ارتباط معناداری وجود دارد. براساس آماره $CV-Com$ و $CV-Red$ که به ترتیب، بیانگر شاخص بررسی اعتبار حشو (افزونگی) و شاخص بررسی اعتبار اشتراک (روایی متقاطع) است، با استناد به اعداد مثبت در همه مسیرها نمایانگر کیفیت مناسب الگوی ساختاری برای مسیره‌های پژوهش حاضر است که در جدول ۳ نمایش داده شده است. مقدار R^2 متغیر وابسته پژوهش در جدول ۳ نشان می‌دهد که حدود ۳۱ درصد از تغییرات متغیر تأمین مالی داخلی به وسیله متغیرهای توضیحی پیش‌بینی‌پذیر است.



شکل (۴): نتایج تخمین مدل در مدل تأمین مالی داخلی

Figure (4): Model estimation results in the internal financing model

جدول (۳): خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های مرتبط با تأمین مالی داخلی

Table (3): Summary of the test results of hypotheses related to internal financing

فرضیه	مسیر	ضرایب مسیر	آماره t	سطح معناداری	نتیجه فرضیه
اول	ویژگی‌های هیئت‌مدیره ← تأمین مالی	۰/۱۰۵	۲/۲۴۲	۰/۰۱	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۱۸
دوم	ویژگی‌های حسابرسی ← تأمین مالی	۰/۱۶۴	۲/۳۸۰	۰/۰۱	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۴۱
سوم	ویژگی‌های کنترل داخلی ← تأمین مالی	۰/۱۴۳	۲/۱۰۴	۰/۰۲	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۷۰
چهارم	ساختار مالکیت ← تأمین مالی	۰/۱۵۱	۲/۰۴۹	۰/۰۲	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۲۳
پنجم	ویژگی‌های مدیران ← تأمین مالی	۰/۱۴۰	۲/۶۷۸	۰/۰۰	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۰۹
ششم	کیفیت گزارشگری مالی ← تأمین مالی	۰/۱۲۰	۳/۳۹۰	۰/۰۰	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۱۳
هفتم	عملکرد مالی ← تأمین مالی	۰/۳۹۱	۵/۱۹۳	۰/۰۰	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۷۴
هشتم	عملکرد بازار ← تأمین مالی	۰/۱۴۰	۲/۹۷۷	۰/۰۰	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۴۲
نهم	کارایی سرمایه‌گذاری ← تأمین مالی	۰/۱۱۸	۲/۸۱۷	۰/۰۰	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۰۸
دهم	استراتژی‌های رقابتی ← تأمین مالی	۰/۱۶۸	۲/۵۸۰	۰/۰۰	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۵۲
یازدهم	مسئولیت‌پذیری اجتماعی ← تأمین مالی	۰/۱۲۱	۲/۱۱۳	۰/۰۲	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۲۴
دوازدهم	ارتباط سیاسی ← تأمین مالی	۰/۱۶۹	۲/۳۷۰	۰/۰۱	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۴۵
سیزدهم	عدم اطمینان اقتصادی ← تأمین مالی	-۰/۱۴۱	۲/۶۶۵	۰/۰۰	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۱۴
چهاردهم	ویژگی‌های شرکتی ← تأمین مالی	۰/۱۱۳	۳/۴۱۶	۰/۰۰	تأیید
	Cv - Red			Cv - Com	۰/۱۱۲

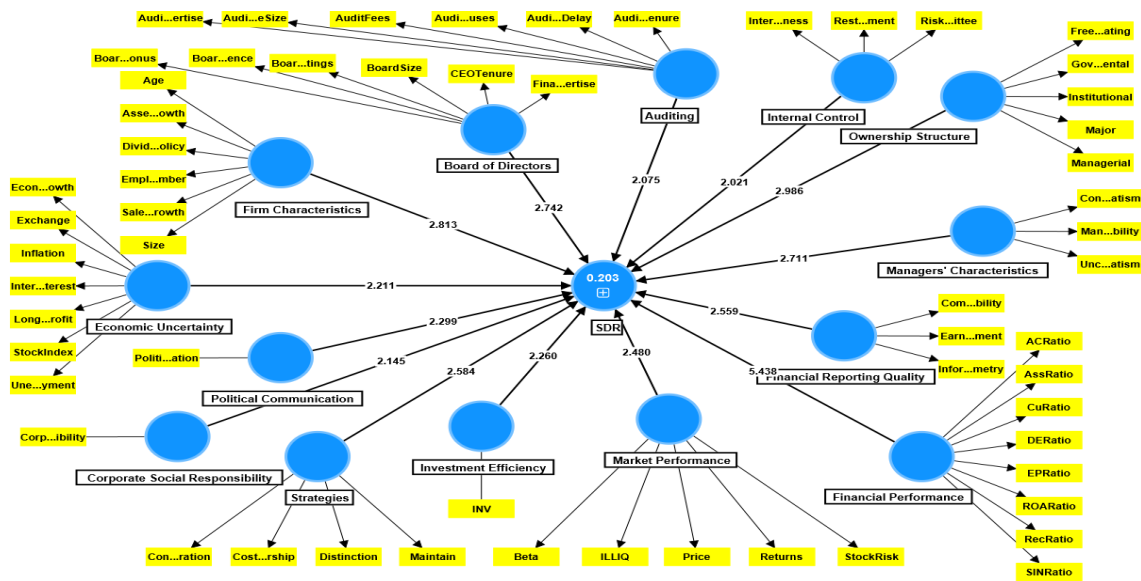
 $R^2 (0.308)$

تأمین مالی داخلی

نتایج فرضیه‌های تأمین مالی خارجی کوتاه‌مدت

باتوجه به اینکه مقدار آماره t حاصل از بررسی تمامی فرضیه‌های پژوهش مرتبط با تأمین مالی خارجی کوتاه‌مدت، بیشتر از ۱/۹۶ است و سطح معناداری آن نیز کمتر از ۵ درصد است، فرضیه‌های پژوهش تأیید می‌شود؛ بنابراین، مشخص شد که بین هر ۱۴ سازه منتخب مطابق با مبانی نظری و تأمین مالی خارجی کوتاه‌مدت ارتباط معناداری وجود دارد.

بر اساس آماره Cv-Red و Cv-Com که به ترتیب، بیانگر شاخص بررسی اعتبار حسو (افزونگی) و شاخص بررسی اعتبار اشتراک (روایی مقاطع) است، با استناد به اعداد مثبت در همه مسیرها نمایانگر کیفیت مناسب الگوی ساختاری برای مسیرهای پژوهش حاضر است که در جدول ۵ نمایش داده شده است. مقدار R^2 متغیر وابسته پژوهش در جدول ۴ نشان می‌دهد که حدود ۲۰ درصد از تغییرات تأمین مالی خارجی کوتاه‌مدت به وسیله متغیرهای توضیحی پیش‌بینی‌پذیر است.



شکل (۵): نتایج تخمین مدل در مدل تأمین مالی خارجی کوتاه مدت

Figure (5): Model estimation results in the short-term external financing model

جدول (۴): خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های مرتبط با تأمین مالی خارجی کوتاه مدت

Table (4): Summary of the test results of hypotheses related to short-term external financing

فرضیه	مسیر	ضرایب مسیر	آماره t	سطح معناداری	نتیجه فرضیه
اول	ویژگی‌های هیئت‌مدیره ← تأمین مالی	۰/۱۱۹	۲/۷۴۲	۰/۰۰	تأیید
دوم	ویژگی‌های حسابرسی ← تأمین مالی	۰/۱۷۸	۲/۰۷۵	۰/۰۲	تأیید
سوم	ویژگی‌های کنترل داخلی ← تأمین مالی	۰/۱۰۴	۲/۰۲۱	۰/۰۲	تأیید
چهارم	ساختار مالکیت ← تأمین مالی	۰/۱۷۹	۲/۹۸۶	۰/۰۰	تأیید
پنجم	ویژگی‌های مدیران ← تأمین مالی	۰/۱۶۴	۲/۷۱۱	۰/۰۰	تأیید
ششم	کیفیت گزارشگری مالی ← تأمین مالی	۰/۱۳۵	۲/۵۵۹	۰/۰۱	تأیید
هفتم	عملکرد مالی ← تأمین مالی	۰/۳۳۶	۵/۴۳۸	۰/۰۰	تأیید
هشتم	عملکرد بازار ← تأمین مالی	۰/۱۱۵	۲/۴۸۰	۰/۰۱	تأیید
نهم	کارایی سرمایه‌گذاری ← تأمین مالی	۰/۱۳۹	۲/۲۶۰	۰/۰۲	تأیید
دهم	استراتژی‌های رقابتی ← تأمین مالی	۰/۱۶۱	۲/۵۸۴	۰/۰۱	تأیید
یازدهم	مسئولیت‌پذیری اجتماعی ← تأمین مالی	۰/۱۲۳	۲/۱۴۵	۰/۰۲	تأیید
دوازدهم	ارتباط سیاسی ← تأمین مالی	۰/۱۴۵	۲/۲۹۹	۰/۰۲	تأیید
سیزدهم	عدم اطمینان اقتصادی ← تأمین مالی	-۰/۱۶۶	۲/۲۱۱	۰/۰۲	تأیید
چهاردهم	ویژگی‌های شرکتی ← تأمین مالی	۰/۱۲۸	۲/۸۱۳	۰/۰۰	تأیید

(۰/۲۰۳) R²

تأمین مالی خارجی (کوتاه‌مدت)

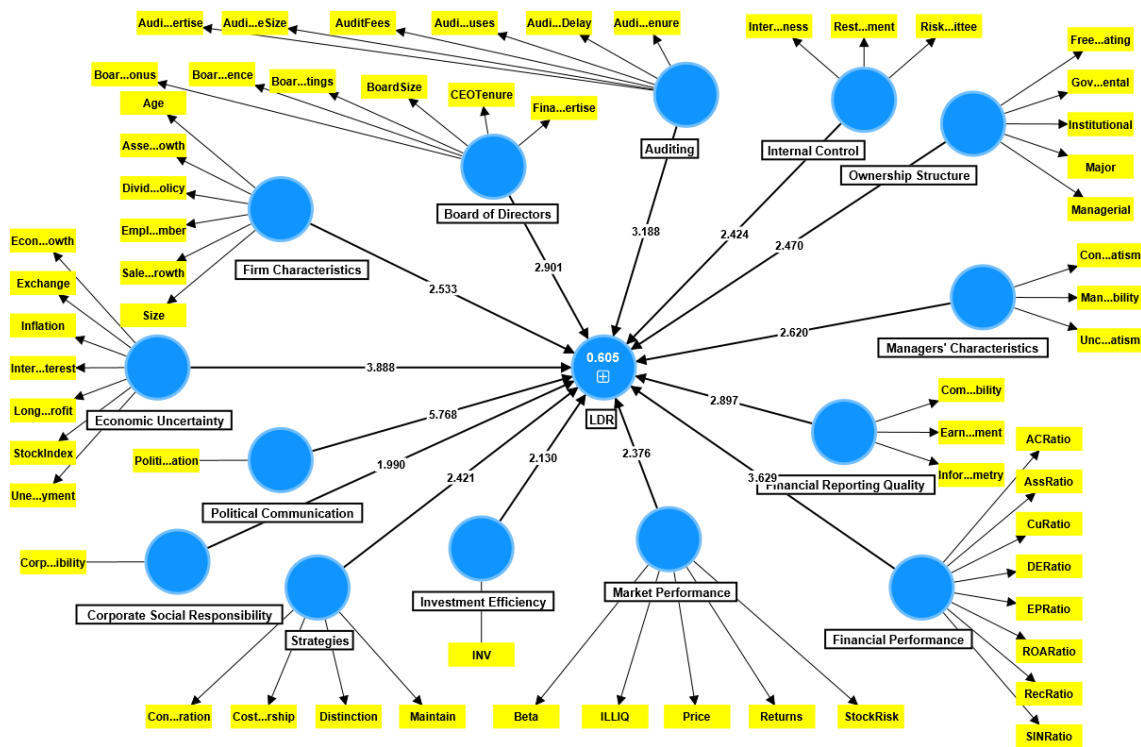
نتایج فرضیه‌های تأمین مالی خارجی بلندمدت

باتوجه به اینکه مقدار آماره t حاصل از بررسی تمامی فرضیه‌های پژوهش مرتبط با تأمین مالی خارجی بلندمدت، بیشتر از $1/96$ است و سطح معناداری آن نیز کمتر از 5% درصد است، فرضیه‌های پژوهش تأیید می‌شود؛ بنابراین، مشخص شد که بین هر 14 سازه منتخب مطابق با مبانی نظری و تأمین مالی خارجی بلندمدت ارتباط معناداری وجود دارد.

براساس آماره $CV-Red$ و $CV-Com$ که به ترتیب، بیانگر شاخص بررسی اعتبار حشو (افزونگی) و شاخص بررسی اعتبار اشتراک (روایی متقاطع) است، با استناد به اعداد مثبت در همه مسیرها نمایانگر کیفیت مناسب الگوی ساختاری برای مسیرهای پژوهش حاضر است که در شکل 6 نمایش داده شده است. مقدار R^2 متغیر وابسته پژوهش در جدول 5 نشان می‌دهد که حدود 60% درصد از تغییرات متغیر تأمین مالی بلندمدت به وسیله متغیرهای توضیحی پیش‌بینی پذیر است.

در بررسی هر سه مدل و به واسطه ضریب منفی متغیر عدم اطمینان اقتصادی، مشخص شد که تنها عدم اطمینان اقتصادی تأثیر منفی و معناداری بر تأمین مالی از هر سه جنبه دارد و بقیه متغیرها با تأثیر مثبت و معنادار، تأمین مالی شرکت را تسهیل می‌کنند.

در نهایت نیز براساس ضرایب تعیین هر سه مدل پژوهش و از آنجاکه ضریب تعیین مدل تأمین مالی خارجی بلندمدت مقدار بیشتری از دو مدل دیگر دارد، مشخص شد که سازه‌های منتخب، قدرت تبیین و توضیح بیشتری برای تأمین مالی خارجی بلندمدت در مقایسه با تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی کوتاه‌مدت دارند.



شکل (۶): نتایج تخمین مدل در مدل تأمین مالی خارجی بلندمدت

Figure (6): Model estimation results in the long-term external financing model

جدول (۵): خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های مرتبط با تأمین مالی خارجی بلندمدت

Table (5): Summary of the test results of hypotheses related to long-term external financing

فرضیه	مسیر	ضرایب مسیر	آماره t	سطح معناداری	نتیجه فرضیه
اول	ویژگی‌های هیئت‌مدیره \leftarrow تأمین مالی	۰/۰۱۴	۲/۹۰۱	۰/۰۰	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۶۳		Cv – Com	۰/۱۱۲
دوم	ویژگی‌های حسابرسی \leftarrow تأمین مالی	۰/۰۷۳	۳/۱۸۸	۰/۰۰	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۷۴		Cv – Com	۰/۱۱۸
سوم	ویژگی‌های کنترل داخلی \leftarrow تأمین مالی	۰/۰۳۸	۲/۴۲۴	۰/۰۱	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۰۸		Cv – Com	۰/۱۵۴
چهارم	ساختار مالکیت \leftarrow تأمین مالی	۰/۰۸۴	۲/۴۷۰	۰/۰۱	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۸۹		Cv – Com	۰/۱۴۷
پنجم	ویژگی‌های مدیران \leftarrow تأمین مالی	۰/۱۴۵	۲/۶۲۰	۰/۰۰	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۴۵		Cv – Com	۰/۱۵۹
ششم	کیفیت گزارشگری مالی \leftarrow تأمین مالی	۰/۱۲۷	۲/۸۹۷	۰/۰۰	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۶۷		Cv – Com	۰/۱۲۷
هفتم	عملکرد مالی \leftarrow تأمین مالی	۰/۶۷۴	۳/۶۲۹	۰/۰۰	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۷۴		Cv – Com	۰/۱۳۸
هشتم	عملکرد بازار \leftarrow تأمین مالی	۰/۰۷۷	۲/۳۷۶	۰/۰۱	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۰۶		Cv – Com	۰/۱۴۶
نهم	کارایی سرمایه‌گذاری \leftarrow تأمین مالی	۰/۰۷۴	۲/۱۳۰	۰/۰۲	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۸۳		Cv – Com	۰/۱۲۴
دهم	استراتژی‌های رقابتی \leftarrow تأمین مالی	۰/۰۴۴	۲/۴۲۱	۰/۰۱	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۷۳		Cv – Com	۰/۱۱۱
یازدهم	مسئولیت‌پذیری اجتماعی \leftarrow تأمین مالی	۰/۰۱۵	۱/۹۹۰	۰/۰۴	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۳۷		Cv – Com	۰/۱۷۵
دوازدهم	ارتباط سیاسی \leftarrow تأمین مالی	۰/۰۵۸	۵/۷۶۸	۰/۰۰	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۳۹		Cv – Com	۰/۱۰۷
سیزدهم	عدم اطمینان اقتصادی \leftarrow تأمین مالی	-۰/۰۵۰	۳/۸۸۸	۰/۰۰	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۲۲		Cv – Com	۰/۱۱۸
چهاردهم	ویژگی‌های شرکتی \leftarrow تأمین مالی	۰/۰۲۰	۲/۵۳۳	۰/۰۱	تأیید
	Cv – Red	۰/۲۵۳		Cv – Com	۰/۱۱۳

 $R^2 (0/605)$

تأمین مالی خارجی (بلندمدت)

نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با مطالعه جامع ادبیات پژوهش ابعاد اثرگذار را بر توسعه نظام تأمین مالی شرکت‌ها شناسایی و سپس با استفاده از روش معادلات ساختاری مدل پیشنهادی را آزمون تجربی کرد؛ به عبارتی، این مطالعه به دنبال پاسخ به این چالش بود که بهترین مدل تأثیرپذیری الگوی تأمین مالی از عوامل درون و برون شرکتی کدام است؛ در این راستا، الگوی تأمین مالی به سه بخش داخلی، خارجی کوتاه‌مدت و خارجی بلندمدت تقسیم شد. نتایج پژوهش نشان داد که عواملی بر تأمین مالی خارجی داخلی، خارجی کوتاه‌مدت و خارجی بلندمدت اثرگذار است؛ از جمله: ۱. ویژگی‌های هیئت‌مدیره؛ ۲. ویژگی‌های حسابرسی؛ ۳. ویژگی‌های کنترل داخلی؛ ۴. ساختار مالکیت؛ ۵. ویژگی‌های مدیران؛ ۶. کیفیت گزارشگری مالی؛ ۷. عملکرد مالی؛ ۸. عملکرد بازار؛ ۹. کارایی سرمایه‌گذاری؛ ۱۰. استراتژی‌های رقابتی؛ ۱۱. مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی؛ ۱۲. ارتباط‌های سیاسی؛ ۱۳. عدم اطمینان اقتصادی و ۱۴. ویژگی‌های شرکتی. در بررسی هر سه مدل، مشخص شد که تنها عدم اطمینان

اقتصادی تأثیر منفی و معناداری بر تأمین مالی از هر سه جنبه دارد و بقیه متغیرها با تأثیر مثبت و معنادار، تأمین مالی شرکت را تسهیل می‌کنند؛ در نهایت نیز براساس ضرایب تعیین هر سه مدل پژوهش مشخص شد که سازه‌های منتخب، قدرت تبیین و توضیح بیشتری برای تأمین مالی بلندمدت در مقایسه با تأمین مالی داخلی و تأمین مالی کوتاه‌مدت دارند.

مطابق نتایج پژوهش مشخص شد که هیئت مدیره با استقلال، تخصص، تعهد و ارتباط خوب خود بر تأمین مالی شرکت تأثیر مثبت دارد. این تأثیر از طریق افزایش شفافیت و اعتماد، بهبود ساختار و هزینه‌های مالی و تسهیل ارتباط با سرمایه‌گذاران و حساب‌رسان صورت می‌گیرد. حسابرسی نیز با ارزیابی و تأیید صحت و اعتبار گزارش‌های مالی شرکت، می‌تواند اعتماد و اطمینان ذی‌نفعان را افزایش دهد. این امر باعث کاهش ناهمخوانی منافع و هزینه‌های نمایندگی و افزایش دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی با هزینه کمتر می‌شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول و دوم با نتایج پژوهش‌های بارنو و همکاران (Barua et al., 2019)، بریزو و البانس (Briozzo & Albanese, 2020)، سائونا و همکاران (Saona et al., 2020)، گارسیاراموز و دیاز (García-Ramos & Díaz, 2020) و گیراردون و همکاران (Girardone et al., 2021) همسو است.

مشخص شد که کنترل داخلی عاملی تعیین‌کننده در تأمین مالی شرکت است. این عامل با ایجاد اعتماد، اعتبار و توانایی در شرکت باعث می‌شود که تأمین مالی آسان‌تر، ارزان‌تر، موثرتر و پایدارتر انجام شود. کنترل داخلی با اطمینان از رعایت استانداردهای حسابداری و مالیاتی توسط شرکت باعث می‌شود که گزارشگری مالی شرکت دقیق، شفاف و مقایسه‌پذیر باشد. این امر از یک طرف باعث افزایش شفافیت و پاسخگویی شرکت و از طرف دیگر باعث افزایش اعتبار شرکت در بازار مالی و نزد ذی‌نفعان می‌شود؛ در نتیجه، شرکت می‌تواند به راحتی و با هزینه کمتر از ابزارهای مالی مختلف مانند اوراق بهادار، تسهیلات بانکی و سایر روش‌های تأمین مالی استفاده کند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم با نتایج پژوهش‌های مو و همکاران (Mu et al., 2020)، ژانگ (Zhang, 2020) و وانگ و همکاران (Wang et al., 2021) همسو است. مطابق الگوی پژوهش مشخص شد ساختار مالکیت عاملی تعیین‌کننده در تأمین مالی شرکت است. این عامل با تغییر میزان تضاد منافع، نظارت و کنترل و نفوذ و قدرت شرکت باعث می‌شود که تأمین مالی بهینه‌تر، ارزان‌تر و آسان‌تر انجام شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم نیز با یافته‌های پژوهش کتو و همکاران (Kuo et al., 2020) و تایاچی و همکاران (Tayachi et al., 2023) همسو است. ویژگی‌های مدیران با تغییر میزان اعتماد و اعتبار، کارایی و کارآمدی و خلاقیت و نوآوری شرکت باعث می‌شود که تأمین مالی بهینه‌تر، ارزان‌تر و آسان‌تر انجام شود. مدیران اعتمادساز می‌توانند اعتماد و اعتبار شرکت را افزایش دهند و روابط خوبی با ذی‌نفعان مالی داشته باشند. مدیران دقیق و جزئی‌نگر می‌توانند هزینه‌ها و خطرهای مالی را کنترل و بهتر از منابع شرکت استفاده کنند. مدیران خلاق و نوآور می‌توانند تصمیم‌های مالی جدید و مؤثری برای سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت بگیرند و از فرصت‌های مالی استفاده کنند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم نیز با یافته‌های پژوهش یان و یوان (Yan & Yuan, 2020) و محمدزبری و همکاران (Mohamedzabri et al., 2021) همسو است. گزارشگری مالی با کیفیت، شرکت را در بازار مالی معتبر و شایسته اعتماد می‌کند. این امر سرمایه‌گذاران را جذب و هزینه‌های تأمین مالی را کاهش می‌دهد. گزارشگری مالی با کیفیت، شرکت را در مدیریت منابع و دارایی‌های خود، کارآمد و کارا می‌کند که این امر بازده و ریسک سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم نیز با یافته‌های پژوهش لاما و همکاران (Lemma et al., 2019) و موتاکین و همکاران (Muttakin et al., 2020) همسو است. عملکرد مالی شرکت، سودآوری، بازده و کارایی آن را افزایش و این امر شرکت را در نظر ذی‌نفعان و بازار مالی درخور احترام و اطمینان قرار می‌دهد و تأمین مالی را سهل و ارزان می‌کند. عملکرد مالی شرکت، توانایی پرداخت بدهی‌ها و تعهدات مالی آن را افزایش می‌دهد. این امر شرکت را در دریافت تسهیلات و اعتبارات مالی قوی و انعطاف‌پذیر و تأمین مالی را مؤثر و مطمئن می‌کند. شرکت‌های با عملکرد بازار خوب و کارایی سرمایه‌گذاری بسیار، از سودآوری، رشد و پایداری بیشتر برخوردارند که این امر جذابیت و ارزش

افزوده اقتصادی آنها را افزایش و در نتیجه، تأمین مالی خارجی و داخلی آنها را سهل و مؤثر می‌کند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه هفتم، هشتم و نهم نیز با یافته‌های پژوهش سهیلا و همکاران (Sohilauw, 2020)، گئو و همکاران (Guo et al., 2021) و ژائی و همکاران (Zhai et al., 2022) همسو است.

مطابق نتایج پژوهش مشخص شد که استراتژی‌های رقابتی، عاملی هستند که شرکت را قادر می‌سازند که از منابع مالی موجود به نحو احسن استفاده کند؛ برای مثال، شرکت‌هایی که از تمایز استفاده می‌کنند، می‌توانند محصول یا خدماتی متفاوت را به مشتریان ارائه دهند و درآمد، سود و اعتماد خود را افزایش دهند و به راحتی به منابع مالی داخلی یا خارجی دسترسی پیدا کنند یا شرکت‌هایی که از رهبری هزینه استفاده می‌کنند، می‌توانند هزینه‌های خود را کاهش دهند و از سرمایه‌گذاری برای رشد بهره ببرند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دهم نیز با یافته‌های پژوهش پاولویچ و کلیک (Pavlović & Čelić, 2020)؛ تی‌سنگ (Tseng, 2021) همسو است. مطابق یافته‌های پژوهش مشخص شد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی می‌تواند تأمین مالی را بهبود بخشد. شرکت‌های مسئولیت‌پذیر، مشتریان و سهام‌داران بیشتری را جذب می‌کنند و درآمد و سرمایه خود را افزایش می‌دهند. شرکت‌های مسئولیت‌پذیر کارکنان خود را راضی و وفادار نگه می‌دارند و هزینه‌های نیروی انسانی خود را کاهش می‌دهند و از بروز بحران‌ها و تخلفات پیشگیری می‌کنند و جریمه‌ها و دادخواست‌ها را کم می‌کنند، محصولات و خدمات جدیدی را طراحی می‌کنند که بازارهای جدید را برای شرکت باز می‌کنند؛ بنابراین، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی، باعث تقویت تأمین مالی شرکت‌ها می‌شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه یازدهم نیز با یافته‌های پژوهش هامرونی و همکاران (Hamrouni, 2019)، دسندر و همکاران (Desender et al., 2020) و جاوید و همکاران (Javeed et al., 2022) همسو است. مشخص شد شرکت‌هایی که با دولت ارتباط سیاسی دارند، می‌توانند از تسهیلات بانکی، حمایت‌های مالیاتی، قراردادهای عمومی و سایر منافع دولتی بهره‌مند شوند و می‌توانند اعتبار خود را افزایش دهند و نرخ بهره وام‌های دریافتی خود را کاهش دهند. شرکت‌های با ارتباط سیاسی قوی می‌توانند پایداری و پیش‌بینی‌پذیری خود را افزایش دهند و حساسیت خود را به نوسانات بازار کاهش دهند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوازدهم نیز با یافته‌های پژوهش اعتمادی و احمدی گورجی (Etemadi & Ahmadigvrjy, 2017) و رحمانیان کوشکی و بهره‌مندجویی (Rahmanian & Bahremandjouy, 2022) همسو است. مشخص شد که عدم اطمینان اقتصادی عاملی است که می‌تواند تأمین مالی شرکت‌ها را مختل کند. شرکت‌هایی که در محیط ناپایدار فعالیت می‌کنند. ممکن است از اعتماد سرمایه‌گذاران کمتری برخوردار باشند و در نتیجه، دسترسی آنها به بازارهای مالی محدود شود. ممکن است از ریسک بیشتری رنج ببرند و در نتیجه، سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در آنها نرخ بازده بیشتری را مطالبه کنند. شرکت‌هایی که در محیط ناپایدار فعالیت می‌کنند، ممکن است از توانایی کمتری در تولید درآمد و سود ثابت و پایدار برخوردار باشند و در نتیجه، نیاز آنها به تأمین مالی بیشتری افزایش یابد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سیزدهم نیز با یافته‌های پژوهش دیمیلو و تسکانو (D'Mello & Toscano, 2020)، ترن (Tran, 2021) و تابش و همکاران (Tabash et al., 2022) همسو است؛ در نهایت نیز مشخص شد که شرکت‌های بزرگ‌تر، قدیمی‌تر، با کارکنان بیشتر و با رشد فروش و دارایی بیشتر معمولاً از منابع تأمین مالی خارجی بیشتری استفاده می‌کنند. شرکت‌هایی که سیاست تقسیم سود کمتری دارند، معمولاً نیاز به تأمین مالی خارجی کمتری دارند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهاردهم نیز با یافته‌های پژوهش اوکی و همکاران (Oke et al., 2019)، مولر و سنسینی (Mueller & Sensini, 2021) و فلامینیانو و فرانسیسکو (Flaminiano & Francisco, 2021) همسو است.

برای افزایش تأمین مالی خارجی بلندمدت، مدیران شرکت باید سعی کنند کیفیت گزارشگری مالی، عملکرد مالی، عملکرد بازار، کارایی سرمایه‌گذاری و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی را بهبود بخشند. این عوامل باعث می‌شوند که شرکت اعتماد و اعتبار بیشتری در بین سرمایه‌گذاران خارجی پیدا کند و از نرخ بهره کمتری برخوردار شود. برای افزایش تأمین مالی

خارجی کوتاه‌مدت، شرکت باید سعی کند که ویژگی‌های هیئت‌مدیره، ویژگی‌های حسابرسی، ویژگی‌های کنترل داخلی، ساختار مالکیت و ویژگی‌های مدیران را بهینه‌سازی کند. این عوامل باعث می‌شوند که شرکت دارای حاکمیت شرکتی قوی‌تری باشد و ریسک نقض تعهدات مالی خود را کاهش دهد. برای افزایش تأمین مالی داخلی، مدیران شرکت باید تلاش کنند که استراتژی‌های رقابتی و ارتباط‌های سیاسی خود را تقویت کنند. این عوامل باعث می‌شوند که شرکت بتواند بازارهای جدید را گسترش دهد و از حمایت دولتی برای تسهیل تأمین مالی برخوردار شود. برای جذب سرمایه‌گذاران خارجی، شرکت باید سعی کند از روش‌های ارتباطی مؤثر مانند وب‌سایت، شبکه‌های اجتماعی، خبرنامه، وبینار و کنفرانس‌های بین‌المللی استفاده کند. این روش‌ها باعث می‌شوند که شرکت بتواند توانایی‌ها، فعالیت‌ها، دستاوردها و برنامه‌های خود را به زبان ساده و جذاب به سرمایه‌گذاران خارجی ارائه دهد و با آنها ارتباط برقرار کند. برای کاهش تأثیر منفی عدم اطمینان اقتصادی بر تأمین مالی، شرکت باید سعی کند تنوع منابع مالی خود را افزایش دهد و از ابزارهای مدیریت ریسک مالی مانند بیمه، مشتقات و قراردادهای آتی استفاده کند. این عوامل باعث می‌شوند که شرکت بتواند در شرایط نامطلوب اقتصادی، تأثیرات منفی را کمینه کند و پایداری مالی خود را حفظ کند. برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی خارجی، شرکت باید سعی کند از روش‌های تأمین مالی نوین مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، میکروفاینانس، مشارکت مدنی، حمایت مالی جمعی و مبادله مستقیم استفاده کند. این روش‌ها باعث می‌شوند که شرکت بتواند از منابع مالی گوناگون و انعطاف‌پذیر بهره‌برد و وابستگی خود را به بانک‌ها و مؤسسات مالی سنتی کاهش دهد. برای افزایش تأمین مالی داخلی، شرکت باید سعی کند از روش‌های تولید درآمد جانبی مانند فروش محصولات و خدمات جدید، ارائه مشاوره و آموزش، ایجاد شراکت‌های تجاری و انتقال دانش و تکنولوژی استفاده کند. این روش‌ها باعث می‌شوند که شرکت بتواند منابع مالی خود را از طریق فعالیت‌های مرتبط با هدف اصلی خود افزایش و از وام‌گیری بیش‌ازحد جلوگیری کند.

به محققان پیشنهاد می‌شود که برای ارزیابی و انتخاب بهترین الگوی عوامل مؤثر بر تأمین مالی، از مدل‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره مانند تحلیل سلسله‌مراتبی، تکنیک برای ترتیب اولویت‌ها و تحلیل شبکه‌ای استفاده کنند. این مدل‌ها باعث می‌شوند که محقق بتواند عوامل مؤثر بر تأمین مالی را شناسایی، اولویت‌بندی و مقایسه کند و گزینه‌ای را انتخاب کند که با اهداف و راهبردهای پژوهش همخوانی داشته باشد. در این مطالعه فقط روابط مستقیم ابعاد اثرگذار بر توسعه نظام تأمین مالی شرکت‌ها آزمون شد؛ بنابراین، پیشنهاد می‌شود که تأثیرات غیرمستقیم، متغیرهای میانجی و تعدیل‌کننده، اثرات چندگانه و تعاملی نیز بررسی شود. به محققان پیشنهاد می‌شود که عملکرد الگوهای تأمین مالی نوین مانند میکروفاینانس، حمایت مالی جمعی و مبادله مستقیم را ارزیابی و الگوهای تأمین مالی در صنایع نوظهور و سنتی را مقایسه کنند و عوامل مؤثر بر انتخاب روش تأمین مالی در شرکت‌های دارای سودآوری زیاد و عوامل مؤثر بر تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط را تحلیل کنند.

این پژوهش از چند جهت دانش‌افزایی داشته است؛ اول اینکه تاکنون هیچ پژوهشی به‌دنبال ارائه الگوی جامع تأثیرپذیری تأمین مالی از عوامل درون و برون‌شرکتی نبوده و این پژوهش این خلأ را پر کرده است؛ دوم اینکه ادبیات مربوط به حوزه تأمین مالی را با استفاده از رویکرد پژوهشی و پاسخ به چالش مذکور توسعه داده است؛ سوم اینکه برای آزمون مدل پیشنهادی پس از شناسایی عوامل تأثیرگذار بر تأمین مالی، از مدل معادلات ساختاری استفاده کرده است که پژوهش‌های قبلی کمتر از این مدل استفاده کرده‌اند؛ چهارم، بررسی عوامل تأثیرگذار بر تأمین مالی در محیط‌های اقتصادی نوظهور و تحت فشار مانند ایران نتایج واقعی بااهمیتی نشان داده و پیشنهاد‌های سازنده‌ای ارائه کرده است.

مهم‌ترین محدودیت پژوهش حاضر عدم امکان به‌کارگیری هم‌زمان داده‌های باینری و نسبی برای اندازه‌گیری یک سازه (شاخص) در نرم‌افزار SmartPLS4 است که محققان اولویت را به متغیرهای نسبی دادند و متغیرهای باینری از چرخه پژوهش حذف شدند.

منابع

- اعتمادی، حسین، و احمدی گورجی، جلیل (۱۳۹۶). بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۹(۳۴)، ۴-۲۳.
- آرین‌پور، آرش، و مرادی، مریم (۱۴۰۰). تأثیر ساختار مالکیت، ویژگی‌های هیئت‌مدیره و کمیته حسابرسی بر مدیریت سود. *حسابداری، حسابرسی و تأمین مالی در محیط‌های اسلامی*، ۱(۱)، ۳۰-۶۲. <https://doi.org/10.22034/aafie.2022.149027>
- پورابراهیمی، محمدرضا، دلیری، علیرضا، تقفی، علی، و عبده تبریزی، حسین (۱۴۰۰). بررسی اثر متغیرهای شرکتی و عملکردی بر انتخاب روش تأمین مالی و اثر متقابل روش تأمین مالی بر این متغیرها. *فصلنامه نوآوری و ارزش‌آفرینی*، ۹(۱۸)، ۹۹-۱۲۲.
- حمیدیان، محسن، ناطقی رستمی، زینب، و موسوی، سیده‌زهرا (۱۴۰۱). بررسی تأثیر تخصص مالی هیئت‌مدیره بر تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۵(۷۴)، ۱۱۷-۱۳۵.
- حیدری ارجلو، پیروش، وحدت، شقایق، و سلطانی، حسن (۱۳۹۹). ارائه الگوی نظام تأمین مالی سلامت با تأکید بر عوامل ساختاری، زمینه‌ای، ابزاری و محتوایی. *مدیریت بهداشت و درمان (نظام سلامت)*، ۱۱(۱)، ۸۷-۹۹.
- خرم‌آبادی، مهدی، حساس یگانه، یحیی، برزیده، فرخ و صالحی صدقیانی، جمشید (۱۳۹۹). تبیین و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر ارزیابی اثربخش کنترل‌های داخلی در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد فازی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۲(۱)، ۵۷-۸۲. <https://doi.org/10.22108/far.2020.120904.1579>
- خواجوی، شکراله، نصیری‌فر، هاشم، قدیریان آرانی، محمدحسین (۱۴۰۰). ارتباطات سیاسی و کیفیت اطلاعات حسابداری: شواهدی از تجدید ارائه صورت‌های مالی. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۸(۷۱)، ۱-۳۲. <https://doi.org/10.22054/qjma.2021.49457.2113>
- زارعی، قاسم، و عبدالله‌زاده شقایق، علی (۱۳۹۷). رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی خارجی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: نقش تعدیلگر رشد شرکت و ساختار مالکیت. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۸(۲۳)، ۳۳-۶۰.
- زلفی، حسن، نوروزی، محمد، اسدی، غلامحسین، و کزازی، محمد (۱۳۹۸). ویژگی‌های کمیته حسابرسی، هزینه بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۱(۱)، ۱۰۱-۱۱۶. <https://doi.org/10.22108/far.2019.116427.1443>
- صالحی‌نیا، محسن، و تامرادی، علی (۱۳۹۸). تأثیر ارتباطات سیاسی بر سیاست‌های تأمین مالی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۱(۲)، ۶۰-۳۹. <https://doi.org/10.22108/far.2019.116207.1434>
- طاهری، ماندانا (۱۴۰۲). محدودیت‌های مالی در شرکت‌ها و رابطه آن با استراتژی‌های تأمین مالی با تأکید بر نقش تعدیلگر حاکمیت شرکتی. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۱(۲)، ۱-۱۸. <https://doi.org/10.22108/amf.2023.135738.1769>
- عاقلی، احمد، پایتختی اسکویی، سیدعلی، مهرگان، نادر، و دیزجی، منیره (۱۴۰۲). تأثیرپذیری ساختار مالی شرکت‌های فعال در بورس از ابزارهای نوین تأمین مالی اسلامی. *اقتصاد پولی مالی*، ۳۰، ۲۰۱-۲۳۲. <https://doi.org/10.22067/mfe.2023.77948.1219>
- علوی، معصومه، یعقوب‌نژاد، احمد، و محمدی نوده، فاضل (۱۴۰۱). بررسی تأثیر شاخص‌های مرتبط با نظارت بر سازوکارهای تأمین مالی و عوامل مؤثر بر آن. *اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)*، ۱۶(۶۰)، ۳۲۵-۳۵۴.
- علیجانی، مهرزاد، و نژادحسینیان، فاطمه (۱۴۰۳). تأثیر نقدشوندگی سهام بر بازدهی در شرایط اطلاعات نامتقارن و

محدودیت‌های تأمین مالی. *تحقیقات مالی*، ۲۶(۱)، ۱۰۵-۱۲۹. <https://doi.org/10.22059/frj.2023.365763.1007514>

قدرتی زوارم، عباس، نوروزی، محمد، مللدار، علیرضا، و ماهری سردشت، زهرا (۱۴۰۱). تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر روش‌های تأمین مالی. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۵(۶۰)، ۱۲۵-۱۳۶.

نوذربور شمی، محمود، خسروی‌پور، نگار، و کیقبادی، امیررضا (۱۴۰۲). بازدهی بین شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بر مبنای محدودیت تأمین مالی، استراتژی تجاری و راهبری شرکتی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۲(۴۶)، ۹۱-۱۰۴.

References

- Agheli, A., Paytakhtioskooe, S. A., Mehregan, N., & Dizaji, M. (2023). Effectiveness of the financial structure of listed companies from new Islamic financing instruments. *Monetary & Financial Economics*, 30, 201-232. <https://doi.org/10.22067/mfe.2023.77948.1219> [In Persian].
- Aibar-Guzmán, B., García-Sánchez, I. M., Aibar-Guzmán, C., & Hussain, N. (2022). Sustainable product innovation in agri-food industry: Do ownership structure and capital structure matter?. *Journal of Innovation & Knowledge*, 7(1), 100160. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2021.100160>
- Alavi, M., Yaqubnejad, A., & Mohammadi, N. F. (2022). Investigating the impact of indicators related to monitoring financing mechanisms and factors affecting it. *Financial Economics*, 16(60), 325-353. [In Persian].
- Alhassan, I., & Islam, K. A. (2021). Liquidity management and financial performance of listed oil and gas companies in Nigeria. *International Journal of Accounting & Finance Review*, 8(1), 15-25. <https://doi.org/10.46281/ijaf.v8i1.1364>
- Alijani, M., & Nezhadhosseini, F. (2024). The impact of stock liquidity on returns under asymmetric information and financial constraints. *Financial Research Journal*, 26(1), 105-129. <https://doi.org/10.22059/frj.2023.365763.1007514> [In Persian].
- Arianpoor, A., & Moradi, M. (2022). The impact of ownership structure, board and audit committee characteristics on earning management. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance in the Islamic Environment*, 1(1), 30-62. <https://doi.org/10.22034/aafie.2022.149027> [In Persian].
- Barua, A., Hossain, M. S., & Rama, D. V. (2019). Financial versus operating liability leverage and audit fees. *International Journal of Auditing*, 23(2), 231-244. <https://doi.org/10.1111/ijau.12157>
- Boubakri, N., & Ghouma, H. (2010). Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2481-2499. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.04.006>
- Briozzo, A., & Albanese, D. (2020). Voluntary audit, investment, and financing decisions in Latin American small and medium enterprises. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 38, 100302. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2020.100302>
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting & Finance*, 43(2), 123-147. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.t01-1-00085>
- Chadha, S., & Seth, H. (2021). Ownership structure and capital structure: A panel data study. *International Journal of Business Innovation and Research*, 24(3), 385-396. <https://doi.org/10.1504/IJBIR.2021.113515>
- Chen, Y., & Ma, Y. (2021). Financing constraints, internal control quality and cost stickiness. *Journal of Business Economics and Management*, 22(5), 1231-1251. <https://doi.org/10.3846/jbem.2021.14878>
- Cole, R. A., & Sokolyk, T. (2018). Debt financing, survival, and growth of start-up firms. *Journal of Corporate Finance*, 50, 609-625. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.013>
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505. <https://doi.org/10.2307/257850>
- Demerjian, P. R., Lev, B., & McVay, S. E. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229-1248. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1487>
- Desender, K., López-Puertas, M., Pattitoni, P., & Petracchi, B. (2020). Corporate social responsibility and cost of financing-The importance of the international corporate governance system. *Corporate Governance*, 28(3), 207-234. <https://doi.org/10.1111/corg.12312>
- D'Mello, R., & Toscano, F. (2020). Economic policy uncertainty and short-term financing: The case of trade credit. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101686. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101686>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting of earnings management. *Journal of Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Elemes, A., & Filip, A. (2022). Financial reporting quality and private firms' access to trade credit capital. *The International Journal of Accounting*, 57(02), 1-34. <https://doi.org/10.1142/S109440602250010X>

- Etemadi, H., & Ahmadigvrjy, J. (2017). Effects of political communication on investment and reducing financing constraints in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Research*, 9(34), 4-23. [In Persian].
- Fischer, M. (2017). The source of financing in mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 65, 227-239. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.01.003>
- Flaminiano, J. P., & Francisco, J. P. (2021). Firm characteristics and credit constraints among SMEs in the Philippines. *Small Business International Review*, 5(1), 332-358. <https://doi.org/10.26784/sbir.v5i1.332>
- Franco, D. G., Kothari, S. P., & Verdi, R. S. (2011). The benefits of financial statement comparability. *Journal of Accounting Research*, 49(4), 895-931. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00415.x>
- Fornell, C. & Larcker, D. F. (1981) Evaluating structural equation models with unobservable and measuring error. *Journal of Marketing Research*, 18(1), 39-50. <https://doi.org/10.2307/3151312>
- García-Ramos, R., & Díaz, B. D. (2021). Board of directors' structure and firm financial performance: A qualitative comparative analysis. *Long Range Planning*, 54(6), 102017. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2020.102017>
- Ghodratizoeram, A., Norouzi, M., Maldar, A., & Maherisardasht, Z. (2022). The impact of managers' overconfidence on financing methods. *Journal of Accounting and Management Vision*, 5(60), 125-136. [In Persian].
- Girardone, C., Kokas, S., & Wood, G. (2021). Diversity and women in finance: Challenges and future perspectives. *Journal of Corporate Finance*, 71, 101906. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101906>
- Guo, L., Long, W., & Dai, Z. (2021). Manufacturing R&D investment efficiency and financing constraints: evidence from China. *Applied Economics*, 53(6), 676-687 <https://doi.org/10.1080/00036846.2020.1808580>
- Hamidian, M., Nateghirostami, Z., & Mosavi, S. Z. (2023). Investigating the effect of the financial expertise of the board of directors on the financing of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Management Vision*, 5(74), 117-135. [In Persian].
- Hamrouni, A., Boussaada, R., & Toumi, N. B. F. (2019). Corporate social responsibility disclosure and debt financing. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(4), 394-415. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2018-0020>
- Heidariorejlo, P., vahdat, S., & soltani, H. (2020). Presentation of health financing system model with emphasis on structural, contextual, instrumental and content factors. *Journal of Healthcare Management*, 11(35), 87-99. [In Persian].
- Hulland, J. (1999). Use of partial least squares (PLS) in stratgic management research: A review of four recent studies. *Stratgic Management Journal*. 20(2), 195-204. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199902\)20:2<195::AID-SMJ13>3.0.CO;2-7](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199902)20:2<195::AID-SMJ13>3.0.CO;2-7)
- Javeed, S. A., Teh, B. H., Ong, T. S., Chong, L. L., Abd Rahim, M. F. B., & Latief, R. (2022). How does green innovation strategy influence corporate financing? Corporate social responsibility and gender diversity play a moderating role. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 19(14), 8724. <https://doi.org/10.3390/ijerph19148724>
- John, K., & Litov, L. P. (2010). Corporate governance and financing policy: New evidence. AFA 2006 Boston Meetings. In *CELS 2009 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper*, Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.637341>
- Khajavi, S., Nasirifar, H., & Ghadirianan-A. M. (2021). Political connections and accounting information quality: Evidence from financial restatement. *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, 18(71), 1-32. <https://doi.org/10.22054/qjma.2021.49457.2113> [In Persian].
- Khorrabadi, M., Hassassyeganeh, Y., Barzideh, F., & Salehi, S. J. (2020). Explaining and prioritizing factors affecting the effective evaluation of internal controls in companies listed in Tehran Stock Exchange using a fuzzy approach. *Financial Accounting Research*, 12(1), 57-82. <https://doi.org/10.22108/far.2020.120904.1579> [In Persian].
- Kuah, Y. C., Zakaria, Z., & Choong, C. K. (2020). The impact of managerial characteristics on capital structure in Malaysian Manufacturing SMEs. *International Journal of Banking and Finance (IJBF)*, 15(1), 21-37.
- Kuo, K. C., Lu, W. M., & Dinh, T. N. (2020). Firm performance and ownership structure: Dynamic network data envelopment analysis approach. *Managerial and Decision Economics*, 41(4), 608-623. <https://doi.org/10.1002/mde.3124>
- Lei, Z., Gong, G., Wang, T., & Li, W. (2022). Accounting information quality, financing constraints, and company innovation investment efficiency by big data analysis. *Journal of Organizational and End User Computing*, 34(3), 1-21. <https://doi.org/10.4018/JOEUC.292525>
- Lemma, T. T., Khan, A., Muttakin, M. B., & Mihret, D. G. (2019). Is integrated reporting associated with corporate financing decisions? Some empirical evidence. *Asian Review of Accounting*, 27(3), 425-443. <https://doi.org/10.1108/ARA-04-2018-0101>
- Li, X. M., & Qiu, M. (2021). The joint effects of economic policy uncertainty and firm characteristics on capital structure: Evidence from US firms. *Journal of International Money and Finance*, 110, 102279. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102279>

- Lysiak, L., Kachula, S., Hrabchuk, O., & Ziuzin, V. (2021). Development of corporate social responsibility and financing of social programs: Regional aspect. *Journal of Interdisciplinary Research*, 11(1), 73-82.
- Mohamedzabri, S., Ahmad, K., & Adonia, S. A. (2021). The influence of managerial characteristics on external financing preferences in smaller enterprises. The case of Malaysian micro-sized enterprises. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1-23. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1912524>
- Moradi, M., Salehi, M., Tarighi, H., & Saravani, M. (2020). Audit adjustments and corporate financing: Evidence from Iran. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(4), 521-543. <https://doi.org/10.1108/JAEE-07-2019-0145>
- Mueller, A., & Sensini, L. (2021). Determinants of financing decisions of SMEs: evidence from hotel industry. *International Journal of Business and Management*, 16(3), 117-127.
- Muttakin, M. B., Mihret, D., Lemma, T. T., & Khan, A. (2020). Integrated reporting, financial reporting quality and cost of debt. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 517-534. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2019-0124>
- Merton, R. C. (1973) Theory of rational option pricing. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 4, 141-183. https://doi.org/10.1142/9789812701022_0008
- Mu, W., Zhou, Y., & Cao, Q. (2020). Internal control quality, equity pledge financing and investment efficiency. *Journal of Physics: Conference Series*, 1629(1), 21-23.
- Nozarpourshami, M., Khosravipoor, N., & Kyghobadi, A. R. (2023). Returns between companies with information asymmetries based on financing constraints, business strategy and corporate governance. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 12(46), 91-104. [In Persian].
- Neel, M. (2017). Accounting comparability and economic outcomes of mandatory IFRS adoption. *Contemporary Accounting Research*, 34(1), 658-690. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12229>
- Oke, L. A., Sanni, M., & Ijaiya, M. A. (2019). Firm characteristics and access to bank financing: Evidence from SMES in north central Nigeria. *Amity Journal of Finance*, 4(2), 70-87.
- Owaga, B. (2020). *Competitive Strategies and the Financial Sustainability of Commercial Banks in Kenya* [Thesis, Strathmore University].
- Pavlović, N., & Čelić, I. (2020). The analysis of competitive strategies from the perspective of small and medium enterprises. *Hotel and Tourism Management*, 8(1), 101-110. <https://doi.org/10.5937/menhotur2001101P>
- Peprah, W. K., & Ayaa, M. M. (2022). The convergence of financing decision, business strategy through organisational competitiveness to sustainable competitive advantage: A conceptual analysis. *International Journal of Economics and Finance*, 14(2), 1-87.
- Pourebrahimi, M., Daliri, A., Saghafi, A., Abdohtabrizi, H. (2021). Investigating the effect of corporate and performance variables on the choice of financing method and the interaction of financing method on these variables. *Journal of Innovation and Value Creation*, 9(18), 99-122. [In Persian].
- Prakash, V. (2007). Trends in growth and financing of higher education in India. *Economic and Political Weekly*, 42(31), 3249-3258.
- Quah, H., Haman, J., & Naidu, D. (2021). The effect of stock liquidity on investment efficiency under financing constraints and asymmetric information: Evidence from the United States. *Accounting & Finance*, 61(S1), 2109-2150. <https://doi.org/10.1111/acfi.12656>
- Rahmanian, K. A., & Bahremandjouy, S. (2022). Investigating the relationship between information asymmetry and political communication with investment efficiency in Tehran Stock Exchange. *Iranian Journal of Finance*, 6(3), 116-141. <https://doi.org/10.30699/ijf.2022.297437.1255>
- Rajamani, K. (2021). Debt financing and financial performance: Empirical evidence of Indian SMEs listed in BSE-SME platform. In *Eurasian Economic Perspectives: Proceedings of the 29th Eurasia Business and Economics Society Conference*, 217-230. https://doi.org/10.1007/978-3-030-63149-9_14
- Rivard, S., & Huff, S. I. (1988). Factors of success fro end-user computing. *Communication of the ACM*, 31(5), 552-561. <https://doi.org/10.1145/42411.42418>
- Sahut, J. M., Dana, L. P., & Teulon, F. (2021). Corporate governance and financing of young technological firms: A review & introduction. *Technological Forecasting and Social Change*, 163, 120425. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120425>
- Salehinia, M., & Tamoradi, A. (2019). The effect of political connections on financing policies. *Financial Accounting Research*, 11(2), 39-60. <https://doi.org/10.22108/far.2019.116207.1434> [In Persian].
- Saona, P., Muro, L., & Alvarado, M. (2020). How do the ownership structure and board of directors' features impact earnings management? The Spanish case. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 31(1), 98-133. <https://doi.org/10.1111/jifm.12114>
- Serrasqueiro, Z., Leitão, J., & Smallbone, D. (2021). Small-and medium-sized enterprises (SME) growth and financing sources: Before and after the financial crisis. *Journal of Management & Organization*, 27(1), 6-21. <https://doi.org/10.1017/jmo.2018.14>
- Sohilauw, M. I., Nohong, M., & Sylvana, A. (2020). The relationship between financial literacy, rational financing

- decision, and financial performance: An empirical study of small and medium enterprises in Makassar. *Jurnal Pengurusan*, 59, 89-102.
- Sohrabi, M. (2017). The relationship between non-financial innovative management accounting tools and risk and return of Iranian stock market listed companies. *Dutch Journal of Finance and Management*, 1(2), 40.
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, 48(4), 448-463. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.001>
- Tabash, M. I., Farooq, U., Ashfaq, K., & Tiwari, A. K. (2022). Economic policy uncertainty and financing structure: A new panel data evidence from selected Asian economies. *Research in International Business and Finance*, 60, 101574. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101574>
- Taheri, M. (2023). The relationship between financing restrictions and financing strategies: An emphasis on the mediating role of corporate governance. *Journal of Asset Management and Financing*, 11(2), 1-18. <https://doi.org/10.22108/amf.2023.135738.1769> [In Persian].
- Tayachi, T., Hunjra, A. I., Jones, K., Mehmood, R., & Al-Faryan, M. A. S. (2023). How does ownership structure affect the financing and dividend decisions of firm?. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(3), 729-746. <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2021-0291>
- Tran, Q. T. (2021). Economic policy uncertainty and cost of debt financing: International evidence. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, 101419. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101419>
- Tseng, J. (2021). How do finance companies' advantages affect competitive strategies in short-and-intermediate-term loan markets? A theoretical analysis. *International Journal of Finance & Economics*, 26(3), 4295-4302. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2014>
- Wang, K. T., Wu, Y., & Ho, K. Y. (2021). Internal control reporting and cost of bond financing: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 76, 1323-1346. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.11.016>
- Wetzel, P., & Hofmann, E. (2019). Supply chain finance, financial constraints and corporate performance: An explorative network analysis and future research agenda. *International Journal of Production Economics*, 216, 364-383. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2019.07.001>
- Xiang, D., & Worthington, A. C. (2017). The impact of government financial assistance on the performance and financing of Australian SMEs. *Accounting Research Journal*, 30(4), 447-464. <https://doi.org/10.1108/ARJ-04-2014-0034>
- Yan, B., & Yuan, H. (2020). The impact of financing pressure on the relationship between top managers' characteristics and earnings management. *Saudi Journal of Economics and Finance*, 4(6), 196-203.
- Yao, J. J., Qi, Y. A., & Guo, B. (2022). Corporate social responsibility, debt financing cost and enterprise innovation. *Scientific Reports*, 12(1), 21909. <https://doi.org/10.1038/s41598-022-26076-3>
- Ying, H., & Dawei, Z. (2019). Manager's characteristics, debt financing and firm value. *China Economist*, 14(5), 96-110.
- Zalaghi, H., Norouzi, M., Asadi, G., & Kazazi, M. (2019). Audit committee characteristics, cost of debt and investment efficiency. *Financial Accounting Research*, 11(1), 101-116. <https://doi.org/10.22108/far.2019.116427.1443> [In Persian].
- Zarei, G., & Abdollahzadeh, S. A. (2018). The relationship between information disclosure quality and foreign financing of companies acquired in Tehran Stock Exchange: The moderator of corporate growth and ownership structure. *Financial Management Perspective*, 8(23), 33-60. [In Persian].
- Zhai, L., Feng, Y., Li, F., & Zhai, L. (2022). Tax preference, financing constraints and enterprise investment efficiency—Experience, of China's enterprises investment. *Plos ONE*, 17(9), e0274336. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0274336>
- Zhang, D., & Vigne, S. A. (2021). The causal effect on firm performance of China's financing-pollution emission reduction policy: Firm-level evidence. *Journal of Environmental Management*, 279, 111609. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2020.111609>
- Zhang, Y. Z. (2020). Effectiveness of internal control, financing constraints and corporate value. *European Journal of Business and Management*, 10(3), 109-117.
- Zhu, Y., Zhou, L., Xie, C., Wang, G. J., & Nguyen, T. V. (2019). Forecasting SMEs' credit risk in supply chain finance with an enhanced hybrid ensemble machine learning approach. *International Journal of Production Economics*, 211, 22-33. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2019.01.032>