

تأثیر شرایط بازار بر رابطه تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی

فرزین خوشکار^{۱*}

مهدی نوری بخش^۲

صدیقه ملکی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۹/۲۰ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۱۰/۲۰

چکیده

مالکیت متقابل نوعی از ساختارهای مالکیت می‌باشد که در آن واحدهای تجاری به‌طور هم‌زمان سهامدار و مالک یکدیگر هستند. هدف این تحقیق بررسی تأثیر شرایط بازار بر رابطه تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی می‌باشد. روش آزمون فرضیه پژوهش مدل رگرسیون چند متغیره در مجموعه داده‌های ترکیبی است جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۴۸ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده در دوره‌ی زمانی ۸ ساله بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ مورد تحقیق قرار گرفتند. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای بوده و داده‌های مربوط برای اندازه‌گیری متغیرها از سایت کدال و صورت‌های مالی شرکت‌ها جمع‌آوری شده و سپس برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با مالکیت متقابل نهادی رابطه مستقیم و معنی‌داری دارد و ارتباط مثبت بین تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی زمانی که شرکت با رقابت بیشتری در بازار محصول روبرو می‌شود، بیشتر می‌شود.

واژگان کلیدی

شرایط بازار، تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مالکیت متقابل نهادی

۱. استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصرخسرو، ساوه، ایران.

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصرخسرو، ساوه، ایران.

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصرخسرو، ساوه، ایران.

۱- مقدمه

تاکنون تصمیم‌های تأمین مالی حجم زیادی از پژوهش‌ها را به خود اختصاص داده است و همچنین بیان می‌شود این تصمیمات اثر قابل ملاحظه‌ای بر عملکرد شرکت‌ها دارد (ستایش و قوهستانی، ۱۳۹۵). در تحقیقات جدید نقش مالکیت متقابل بر این موضوع مورد بررسی قرار گرفته است. مالکیت متقابل نوعی از ساختارهای مالکیت می‌باشد که در آن واحدهای تجاری به‌طور هم‌زمان سهامدار و مالک یکدیگر هستند اکثر شرکت‌هایی که چنین ساختار مالکیتی دارند، شرکت‌های بزرگی هستند که سهام آنها توسط شرکت‌های زیرمجموعه‌ی آنها خریداری شده است. این ساختار مالکیتی تأثیر دوسویه‌ای می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها داشته باشد (دیدار و همکاران، ۱۳۹۷).

اهمیت سرمایه‌گذاران نهادی در مالکیت سهام بسیاری از شرکت‌های سهامی عام، جریان بزرگی از تحقیقات را به وجود آورد که تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی را بر عوامل مختلف شرکت بررسی می‌کند. برخی از مطالعات بر درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی متمرکز هستند، با این فرض اساسی که مالکیت بالاتر، نشان‌دهنده تأثیر بیشتر است. ادبیات تحقیقی همچنین تأثیر انواع مختلفی از سرمایه‌گذاران نهادی را بر اساس الگوهای معاملاتی، میزان فعالیت سهامداران و موقعیت سرمایه‌گذار مورد توجه قرار داده‌اند (چن و همکاران^۱، ۲۰۲۱). مطالعات جدیدتر بر تأثیر سهام مهم سرمایه‌گذاران نهادی در چندین شرکت در یک صنعت متمرکز است. چنین سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان مالکان متقابل نهادی^۲ شناخته می‌شوند (هی و هوانگ^۳، ۲۰۱۷؛ هی و همکاران، ۲۰۲۰؛ پارک و همکاران^۴، ۲۰۱۹؛ نی و یین^۵، ۲۰۲۰). یک مالک متقابل انگیزه‌ای برای به حداکثر رساندن رفاه خود از طریق مالکیت چندین شرکت در یک صنعت دارد، اگرچه انجام این کار لزوماً رفاه هر شرکت را به حداکثر نمی‌رساند (هی و هوانگ^۳، ۲۰۱۷؛ بکوس و همکاران^۶، ۲۰۱۹). مالکیت متقابل نهادی یک مزیت اطلاعاتی دارد (به‌عنوان مثال، تخصص در صنعت، دسترسی بیشتر به اطلاعات و دانش جامع‌تر از اطلاعات). مطالعات قبلی نشان می‌دهد که مالکان متقابل نهادی برای بهبود شرایط بازار محصول، حاکمیت شرکتی و محیط اطلاعاتی شرکت، بر مزیت اطلاعاتی و/یا تأثیر مالکیت در چندین شرکت هم‌صنعت تکیه می‌کنند (هی و همکاران، ۲۰۱۹؛ پارک و همکاران، ۲۰۱۹). این یافته‌ها نشان می‌دهد که حضور مالکان متقابل نهادی در یک شرکت تجاری می‌تواند با تأثیر بر تأمین برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ریسک سرمایه‌گذاران شرکت را کاهش دهد. بر این اساس در این تحقیق ابتدا این موضوع مورد بررسی قرار می‌گیرد که چگونه حضور یک مالک متقابل نهادی می‌تواند نگرانی‌های نامطلوب انتخاب سرمایه‌گذارانی را که به دنبال تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت هستند، کاهش دهد و این مسئله نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد که آیا ارتباط مثبت بین تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی زمانی که شرکت با رقابت بیشتری در بازار محصول روبرو می‌شود، آشکارتر می‌شود یا خیر؟

¹ Chen et al

² institutional cross-ownership

³ He and Huang

⁴ Park et al

⁵ Ni and Yin

⁶ Backus

۲- مبانی نظری و ادبیات تحقیق

مالکیت متقابل

مالکیت متقابل نوعی از ساختارهای مالکیت می‌باشد که در آن واحدهای تجاری به‌طور هم‌زمان سهامدار و مالک یکدیگر هستند. به‌عنوان مثال فرض نمایید که شرکت الف ۲۰ درصد از سهام شرکت ب را در اختیار دارد و هم‌زمان شرکت ب هم ۲۵ درصد از سهام شرکت الف را در تملک خود دارد. درواقع شرکت الف ۵ درصد از سهام خود را، خودش تصاحب نموده است، چنین حالتی برای شرکت ب نیز متصور است. این حالت ساده‌ترین حالت ممکن در مالکیت متقابل است و از آن تحت عنوان مالکیت متقابل دو حلقه‌ای نامبرده می‌شود.

زمانی که شرکت اصلی و زیرمجموعه‌هایش نسبت به هم دارای مالکیت متقابل هستند، درواقع اندازه‌ی شرکت اصلی به میزان مالکیت متقابل افزایش می‌یابد. افزایش اندازه‌ی شرکت به معنی دسترسی به فرصت‌های بیشتر رشد خواهد بود و نیز باعث ایجاد هم‌افزایی می‌شود. اکثر بنگاه‌هایی که چنین ساختار مالکیتی دارند، شرکت‌های بزرگی هستند که سهام آنها توسط شرکت‌های زیرمجموعه‌ی آنها خریداری شده است.

اما این نوع ساختار مالکیت دارای معایبی نیز می‌باشد و یکی از ایراداتی که به بزرگ شدن بیش‌ازحد بنگاه‌ها وارد می‌شود، حرکت به سمت انحصاری شدن بازار است. در چنین شرایطی بنگاه‌های کوچک‌تر قادر به رقابت با این بنگاه‌ها و ادامه فعالیت نخواهند بود و به‌مرورزمان حذف خواهند شد و یا سهم از بازار محصول آنها، ناچیز می‌گردد. درنتیجه بنگاه‌های با اندازه بزرگ‌تر بازار را در دست می‌گیرند و تسلط کامل بر روی کالا و یا محصول خاص را پیدا می‌کنند. چنین بنگاهی، تنظیم‌کننده‌ی قیمت در بازار خواهد بود و قدرت کامل بازار را به دست خواهد گرفت (دیدار و همکاران، ۱۳۹۷).

تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری

تأمین مالی، هنر و علم مدیریت وجه نقد است. هدف از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است (فرید و قدک فروشان، ۱۳۹۷). اصولاً یک فرصت سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده مجموعه‌ای از سیاست‌ها و خط‌مشی‌های سرمایه‌گذاری است و با گذشت زمان همواره مورد تجدیدنظر شرکت قرار می‌گیرد. اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری به تأمین منابع مالی موردنیاز آن وابستگی مستقیم دارند. اثربخشی سرمایه‌گذاری به تأمین مالی بستگی دارد، زیرا بدون در اختیار گذاشتن منبع مالی، سرمایه‌گذاری صورت نمی‌گیرد و یا به عبارتی اهداف آن محقق نمی‌گردد که این نشانه اثربخشی سرمایه‌گذاری است. از طرفی دیگر نمی‌توان سرمایه‌گذاری را به هر قیمتی یعنی بدون توجه به منفعت اقتصادی آن اجرا کرد که نشانه کارایی سرمایه‌گذاری است (تاری و ردی و همکاران، ۱۳۹۳).

شرکتی که می‌خواهد در پروژه‌های جدید سرمایه‌گذاری کند، باید منبع تأمین مالی را از قبل پیش‌بینی نماید. با توجه به اینکه تأمین مالی از روش‌های گوناگون آثار متفاوتی را در سود هر سهم شرکت خواهد داشت، به‌طور کلی چهار روش برای تأمین مالی متداول است (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۳).

۱. منابع داخلی: اگر شرکت نقدینگی کافی داشته باشد می‌تواند جهت سرمایه‌گذاری جدید مورد استفاده قرار دهد که موجب افزایش عایدی هر سهم خواهد شد. زیرا وجوه داخلی هیچ‌گونه هزینه سرمایه‌گذاری برای شرکت نخواهد داشت.

۲. وام (استقراض): اگر سازمانی وجوهی را که برای سرمایه‌گذاری نیاز دارد قرض بگیرد در این صورت بهره‌ای را باید پرداخت کند که در صورت سود و زیان نشان داده خواهد شد و بر EPS تأثیر خواهد گذاشت. اگر سود حاصل از فعالیت پروژه جدید بیشتر از مبلغ هزینه سرمایه‌گذاری جدید باشد، عایدی هر سهم افزایش خواهد یافت.

۳. انتشار سهام ممتاز: اگر این روش برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری جدید استفاده شود، سود هر سهم پرداختی به سهامداران ممتاز بر عایدی هر سهم تأثیر خواهد گذاشت.

۴. انتشار سهام عادی: این روش هزینه اضافی برای سرمایه‌گذاری در پروژه جدید را ندارد؛ اما درآمد خالص به مقدار سهام بیشتری نسبت به قبل تقسیم می‌شود. اگر سود حاصل از پروژه جدید با توجه به افزایش تعداد سهام، کمتر از سود حالت قبل باشد، عایدی هر سهم کاهش خواهد یافت که برخلاف انتظار سهامداران است. اگر سود حاصل از پروژه جدید با توجه به افزایش تعداد سهام بیشتر از سود سرمایه‌گذاری قبل باشد عایدی هر سهم افزایش خواهد یافت. استقراض و انتشار سهام ممتاز یا سهام عادی دارای یک ویژگی مشترک هستند، یعنی منابع تأمین مالی خارج از واحد انتفاعی و عملیات آن قرار دارند، درحالی‌که سود انباشته یک منبع داخلی تأمین مالی است.

رقابت بازار محصول

یکی از معیارهای بررسی وضعیت رقابت و انحصار و ساختار بازار هر صنعت، درجه تمرکز است. تمرکز در بازار به معنی چگونگی توزیع بازار محصول بین شرکت‌های مختلف در یک صنعت است دارند (خیرخواه و همکاران، ۱۳۹۸). رقابت بازار، عبارت از چگونگی توزیع بازار بین بنگاه‌های مختلف است. به عبارت دیگر، تمرکز بازار دلالت بر آن دارد که چه میزان از کل تولیدات بازار یک محصول معین در اختیار تعدادی از بنگاه‌های بزرگ قرار دارد (نیکبخت و قاسمی، ۱۳۹۷). تمرکز بازار صنعت ماهیت و میزان رقابت در بازار یک صنعت را تبیین می‌کند. دو مؤلفه اصلی موردنظر در این تعریف تعداد بنگاه‌های موجود در بازار و نحوه توزیع قدرت بازاری در بین آنهاست. (مهرگان و تیموری، ۱۳۹۹).

استراتژی‌های تجاری بر بهبود موقعیت رقابتی کالاها و خدمات شرکت در صنعت یا بخشی از بازار تأکید دارد. (مشکی میاوقی و همکاران، ۱۳۹۷). شرکت‌های حاضر در هر صنعت معمولاً با دو بُعد رقابت در بازار محصول مواجه هستند؛ یکی تهدید ناشی از ورود رقبای بالقوه که تأثیر نامطلوبی بر سودآوری شرکت‌های حاضر در بازار دارد و دیگری رقابت موجود بین شرکت‌های حاضر در بازار که تصمیمات و واکنش‌های استراتژیک آنها می‌تواند موقعیت رقابتی یکدیگر را به خطر اندازد (واعظ و همکاران، ۱۳۹۴). رقابت در بازار محصول به‌عنوان یک مکانیزم مهم حاکمیتی در سطح صنعت شناخته می‌شود که بر انگیزه‌های مدیران تأثیرگذار است. شرکت‌ها در تعاملات استراتژیک با دیگر شرکت‌ها به دنبال تصاحب مشتری و سهم بازار هستند. محیطی که امروزه شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کند، محیطی در حال رشد و مملو از

رقابت است و شرکت‌ها برای ادامه حیات خود، مجبور به رقابت با عوامل متعدد در سطح ملی و بین‌المللی و بسط فعالیت‌های خود و همچنین افزایش کارایی و بهره‌وری در فعالیت‌های خود هستند. رقابت در بازار از یک سو شرکت‌های موجود را مجبور می‌کند به دنبال اطلاعات رقبا باشند و از سوی دیگر اطلاعات خودشان را برای داشتن مزیت رقابتی پنهان کنند (سامنی، ۱۳۹۹).

۳- چارچوب نظری و فرضیات تحقیق

۳-۱ رابطه تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی

فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به‌ویژه فرصت‌های مهم، محرک تصمیم یک شرکت برای جستجوی تأمین مالی جدید در بازارهای سرمایه است (برادلی و همکاران^۱، ۲۰۱۷). فرآیند تأمین مالی جدید می‌تواند هم از نظر پولی (به‌عنوان مثال، هزینه‌های بیمه‌گر) و هم از جنبه‌های دیگر (مثلاً زمان صرف شده در نمایشگاه‌ها و مذاکرات) پرهزینه باشد (بولتون و همکاران^۲، ۲۰۱۱). از این رو، شرکت‌های اقتصادی برای تأمین مالی بلندمدت به‌طور منظم به بازار سرمایه دسترسی ندارند. با توجه به اینکه ماهیت تأمین مالی جدید با سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مرتبط است، اینکه که چگونه حضور یک مالک متقابل نهادی تأمین مالی خارجی شرکت را در هنگام ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری تسهیل می‌کند مهم است. دلایلی وجود دارد که می‌توان انتظار داشت رابطه مثبت یا منفی بین مالکیت متقابل نهادی و تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد. تحقیقات کانگ و همکاران^۳ (۲۰۱۸) نشان داده است که انتخاب نامطلوب عامل مهمی است که یک شرکت را از به دست آوردن تأمین مالی به‌ویژه در زمینه فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأمین مالی محدود می‌کند. او نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای مالکیت متقابل نهادی، نتایج حاکمیتی بهتری، مانند حساسیت بالاتر اجباری به گردش و عملکرد مدیرعامل که با نظارت بر سهامداران به دلیل مزیت‌های اطلاعاتی و تجربه حاکمیتی به‌دست آمده دارند. هی و همکاران (۲۰۱۹) دریافتند که مالکیت متقابل در شرکت‌های هم‌صنعت با نظارت بهتر همراه است، زیرا مالکان متقابل نهادی به‌احتمال زیاد علیه مدیریت در مورد پیشنهادهای حاکمیتی تحت حمایت سهامداران رأی می‌دهند. پارک و همکاران (۲۰۱۹) دریافتند که مالکیت متقابل به‌طور مثبت، با احتمال و فراوانی انتشار پیش‌بینی‌های سود و هزینه سرمایه مرتبط است. هی و همکاران (۲۰۲۰) و رامالینگودا و همکاران^۴ (۲۰۲۱) دریافتند که مالکان متقابل سازمانی، گزارش مالی را بهبود می‌بخشند

علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی با مالکیت متقابل می‌توانند از مزیت اطلاعاتی و نفوذ خود بر قالب‌های مختلف موجود در سبد خود برای کار و نظارت بر رشد آن شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند، استفاده کنند. این تلاش‌ها می‌تواند نگرانی‌های ارائه‌دهندگان سرمایه را در مورد انتخاب نامطلوب کاهش دهد. نتایج تحقیق چن و

¹ Bradley et al

² Bolton

³ Kang

⁴ Ramalingegowda

همکاران (۲۰۲۱) نیز به‌طور خاص نشان داد که مالکان متقابل نهادی، تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را تسهیل می‌کنند.

از سوی دیگر، نگرانی‌ها در مورد ضررهای آتی از سوی مالکان متقابلی که در معاملات شخصی شرکت می‌کنند، ممکن است به رابطه منفی بین مالکیت متقابل نهادی و تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری منجر شود؛ مثلاً، ارائه‌دهندگان سرمایه بالقوه ممکن است نگران باشند که مالکان متقابل نهادی از مزیت اطلاعاتی خود برای شرکت در معاملاتی استفاده کنند که برای سایر سهامداران نامطلوب است. برای مثال، با استفاده از اطلاعات جمع‌آوری شده از سایر شرکت‌های تجاری متقابل، مالکان متقابل می‌توانند پس از اطلاع از اخباری که برای شرکت خوب (بد) است، سهام را بفروشند. علاوه بر این، مالکان متقابل نهادی ممکن است شرکت‌ها را وادار به انجام اقدامات شرکتی کنند که ثروت سایر تأمین‌کنندگان سرمایه را سلب مالکیت می‌کند (چن و همکاران، ۲۰۲۱)؛ بنابراین **فرضیه اول** به شرح زیر ارائه می‌شود:

تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معنی‌داری با مالکیت متقابل نهادی دارد.

۳-۲ تأثیر شرایط بازار بر رابطه تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی

کاله و لون^۱ (۲۰۱۱) معتقدند وقتی شرکت می‌خواهد فرصت‌های سرمایه‌گذاری را در یک محیط محصول رقابتی‌تر دنبال کند، عدم اطمینان بیشتری در مورد چشم‌انداز آینده یک شرکت وجود دارد. در چنین محیطی، ارائه‌دهندگان سرمایه طبیعتاً به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی قابل توجه در مورد چشم‌انداز آینده شرکت، بیشتر نگران اتخاذ تصمیم نادرست تأمین مالی می‌شوند. یک راه‌حل برای کاهش چنین مسائلی این است که هم توانایی و هم تمایل به همکاری با شرکت برای مدیریت رقابت وجود داشته باشد. تحقیقات قبلی در ادبیات مالکیت متقابل نشان می‌دهد که مالکان متقابل نهادی می‌توانند این نقش را ایفا کنند. هی و هوانگ (۲۰۱۷) و آذر و همکاران^۲ (۲۰۱۸) شواهدی ارائه می‌دهند که نشان می‌دهد مالکیت متقابل نهادی، اشکال صریح همکاری در بازار محصول (مانند سرمایه‌گذاری مشترک درون صنعت، اتحادهای استراتژیک، یا خریدهای درون صنعت) را تسهیل می‌کند و بهره‌وری نوآوری و سود عملیاتی را بهبود می‌بخشد؛ بنابراین **فرضیه دوم** به شرح زیر ارائه می‌شود:

ارتباط مثبت بین تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی زمانی که شرکت با رقابت بیشتری در بازار محصول روبرو می‌شود، بیشتر می‌شود.

۴-پیشینه تحقیق

چن و همکاران (۲۰۲۱) در بررسی تأثیر شرایط بازار بر رابطه تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی، نشان دادند نسبت به مالکان متقابل نهادی گذرا، مالکان متقابل نهادی اختصاصی، تأمین مالی بیشتر فرصت‌های سرمایه‌گذاری را تسهیل می‌کنند. آنها همچنین نشان دادند که مالکان متقابل نهادی، تأمین مالی فرصت‌های

¹ Kale and Loon

² Zar et al

سرمایه‌گذاری را برای شرکت‌هایی که وابستگی بیشتری به تأمین مالی خارجی دارند، آن‌هایی که محیط گزارشگری مالی غیر شفاف دارند و آن‌هایی که رقابت بیشتری در بازار محصول دارند، تسهیل می‌کنند.

پارک و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیقی با عنوان مشوق‌های افشای شرکت‌های دارای مالکیت مشترک، نشان دادند مالکیت مشترک نگرانی‌های مربوط به هزینه اختصاصی افشا را کاهش می‌دهد و (ب) شرکت‌ها را تشویق می‌کند تا مزایای بیرونی افشای خود را برای شرکت‌های هم‌تای مشترک «درونی» کنند. در نهایت، آنها نشان دادند که مالکیت مشترک با افزایش نقدینگی بازار همراه است.

هی و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیقی با عنوان درونی کردن اثرات خارجی حاکمیت: نشان می‌دهند مالکیت متقابل، سرمایه‌گذاران نهادی را تشویق می‌کند تا نقش نظارتی فعال‌تری را ایفا کنند و نشان می‌دهد که مالکیت متقابل نهادی به‌عنوان مکانیزمی مبتنی بر بازار برای کاهش ناکارآمدی ناشی از عوامل خارجی حاکمیتی عمل می‌کند.

کانگ و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان آیا سرمایه‌گذاران نهادی با مالکیت‌های بلوکی متعدد ناظران مؤثری هستند؟ نشان می‌دهند که مزیت‌های اطلاعاتی و تجربه حاکمیتی به‌دست آمده از مالکیت‌های بلوکی متعدد، کانال‌های مهمی هستند که از طریق آن مؤسسات نظارت مؤثری را انجام می‌دهند

هی و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان رقابت در بازار محصول در شرایط مالکیت متقابل، نشان می‌دهد مالکیت متقابل نهادی، اشکال صریح همکاری در بازار محصول (مانند سرمایه‌گذاری‌های مشترک درون صنعت، اتحادهای استراتژیک، یا خریدهای درون صنعت) را تسهیل می‌کند و بهره‌وری نوآوری و سودآوری عملیاتی را بهبود می‌بخشد. به‌طور کلی، شواهد آنها نشان می‌دهد که مالکیت متقابل توسط سهامداران نهادی، مزایای استراتژیک را با تقویت هماهنگی بازار محصول بهبود می‌بخشد

شریف منش و توسکی (۱۳۹۹) در بررسی تأثیر نقش تعدیل‌کننده شدت رقابت بازار بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند با توجه به اینکه یکی از راهکارهای کاهش دغدغه سرمایه‌گذاران جهت تأمین مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با توان رقابتی بالا اطلاع‌رسانی دقیق در باب وضعیت مالی و نتایج عملیاتی آنها می‌باشد در نتیجه به هر میزان سطح رقابت بالا رود متعاقب آن کیفیت افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها افزایش خواهد یافت.

دیدار و همکاران (۱۳۹۷) در بررسی رابطه بین مالکیت متقابل و کارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأثیر متغیر میانجی رقابت بازار محصول، نشان دادند مالکیت متقابل با رقابت بازار محصول رابطه مستقیم و معنادار دارد و رقابت بازار محصول با کارایی دارای رابطه معکوس و معنادار است. در ضمن مالکیت متقابل به‌صورت غیرمستقیم با تأثیر متغیر میانجی رقابت بازار محصول با کارایی رابطه معکوس و معنادار دارد.

سلیمان خان و پورزمانی (۱۳۹۶) در مقایسه تأثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی و بدون محدودیت تأمین مالی بر اساس شاخص KZ، نشان دادند به‌طور کلی

ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد تأثیر منفی دارد. همچنین این نتیجه در شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی نیز صادق است.

سامانی (۱۳۹۵) در بررسی تأثیر شاخص‌های رقابت در بازار محصول بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری نشان داد رقابت در بازار محصول بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر معنادار و مستقیم دارد، یعنی شاخص هرفیندال - هیرشمن، لرنر و لرنر تعدیل شده تأثیر معنادار و مستقیمی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند؛ بنابراین با توجه به نتایج به دست آمده می‌توان گفت شاخص‌های رقابت در بازار محصول تأثیر یکسان بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

۵. روش تحقیق

روش پژوهش حاضر آرشویی و پس رویدادی است؛ بدین معنی که داده‌های موردنیاز از پایگاه‌های اطلاعاتی مختلف، همانند گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و گزارش‌های بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره داده‌های ترکیبی (ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطع زمانی) استفاده شده است. نمونه پژوهش نیز به روش حذفی از میان آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد که شرایط زیر را داشته باشند:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۹ در بورس فعال باشد؛
۲. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی زمان تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد؛
۳. فعالیت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری، بانکداری، لیزینگ و نهاد مالی نباشد؛
۴. اطلاعات موردنیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد و
۵. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.

۵. ۱ متغیرها و مدل تحقیق

متغیر وابسته: در این تحقیق مالکیت متقابل نهادی (cross-ownership) می‌باشد

نشانگر درجه مالکیت متقابل سهامداران نهادی است. نحوه‌ی محاسبه آن به این صورت است که اگر شرکت الف ۳۰ درصد از سهام شرکت ب و شرکت ب ۲۰ درصد از سهام شرکت الف را دارا باشند، درجه‌ی مالکیت متقابل به این صورت محاسبه می‌شود:

$$۰/۳۰ * ۰/۲۰ = ۰/۰۶$$

در محاسبه درجه مالکیت متقابل نهادی، مالکیت متقابل دو، سه و حتی چهار حلقه‌ای تا جایی اطلاعات توسط شرکت‌ها افشا شده بود، نیز در نظر گرفته شده است. ممکن است دو شرکتی که نسبت هم دارای چنین ساختار مالکیتی باشند، یکی در بورس پذیرفته شده باشد و دیگری نباشد، در این صورت درصد مالکیت متقابل بین آن دو محاسبه و شرکت بورسی در نمونه وارد شده است (دیدار و همکاران، ۱۳۹۷).

متغیر مستقل؛ در این تحقیق تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری (financing) می‌باشد که از نسبت منابع تأمین

مالی خارج از شرکت به کل منابع تأمین مالی قابل محاسبه است

متغیر تعدیلگر در این تحقیق رقابت بازار محصول (product market competition) می‌باشد؛ که برای

اندازه‌گیری آن از شاخص زیر استفاده می‌شود:

۱- شاخص هر فیندال-هیرشمن: (HHI): که برای اندازه‌گیری آن از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$HHI_t = \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i}{X} \right)^2$$

در این رابطه X_i فروش شرکت i و X کل فروش در صنعتی خاص است. در واقع این شاخص تمرکز صنعت را

اندازه‌گیری می‌کند و هرچه میزان آن بیشتر باشد بیانگر تمرکز کمتر و رقابت کمتر در صنعت است و برعکس

همچنین تأثیر متغیرهای کنترلی زیر نیز بر این رابطه بررسی شده است:

اندازه شرکت: (SIZE) لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در پایان سال.

اهرم مالی؛ (LEV) جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها

ارزش بازار به ارزش دفتری: (MB) ارزش بازار تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

سودآوری شرکت: (ROA): نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به مجموع دارایی‌ها

مدل آماری فرضیه اول:

$$cross - ownership_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 financing_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + e_i$$

مدل آماری فرضیه دوم:

$$cross - ownership_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 financing_{i,t} + \beta_2 HHI_{i,t} + \beta_3 (financing * HHI_{i,t}) + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + e_i$$

۶. یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی پژوهش که شمای کلی از وضعیت توزیع داده‌ها را نشان می‌دهد، در جدول زیر نشان داده شده

است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

شاخص‌های پراکندگی			شاخص‌های مرکزی		نام و تعداد متغیرها	
بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانه	میانگین	علامت اختصاری	متغیرها
۱/۳۴	۱۲	۰/۵۴	۰/۲۲	۰/۴۱	financing	تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری
۰/۳۲	۰/۰۰۰	۰/۱۷	۰/۰۴	۰/۰۸	cross-ownership	مالکیت متقابل نهادی
۰/۳۸	۰۰۷	۰/۱۳	۰/۰۵	۰/۱۴	competition	رقابت بازار محصول
۲۰/۳۴	۱۰/۱۶	۱/۵۳	۱۴/۳۱	۱۴/۴۵	SIZE	اندازه شرکت
۱/۸۲	۰/۰۳	۰/۸۳	۰/۶۲	۰/۵۹	LEV	اهرم مالی
۱۴/۳۱	۰/۰۸	۸/۶۰	۲/۴۱	۴/۸۳	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۶۶	-۰/۳۰	۰/۱۴	۰/۱۴	۰/۱۷	ROA	بازده دارایی‌ها

آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق

در این مطالعه نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق، از طریق آماره جارکیو- برامورد بررسی قرار می‌گیرد و اگر سطح اهمیت آماره آن بیشتر از ۰/۰۵ باشد ($\text{Prob} > .05$) فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر پذیرفته می‌شود. نتایج آزمون جارکیو - برا برای متغیرهای وابسته در جدول ۲ شده است.

جدول ۲- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق

متغیر	آماره جارکیو - برا	سطح اهمیت
cross-ownership	۱۹۸/۴۳	۰/۰۰۰۰

با توجه به این که سطح اهمیت آماره جارکیو - برا برای متغیر وابسته تحقیق کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۰۰) بنابراین می‌توان گفت این متغیرها از توزیع نرمال برخوردار نمی‌باشند. در این مطالعه برای نرمال‌سازی داده‌ها از تابع انتقال جانسون بهره گرفته شده است. نتایج حاصل از آزمون جارکیو- برا بعد از فرآیند نرمال‌سازی به شرح جدول ۳ می‌باشد.

جدول ۳- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق بعد از فرآیند نرمال سازی

متغیر	آماره جارکیو - برا	سطح اهمیت
cross-ownership	۱۸/۴۳	۰/۱۰۸

با توجه به این نگراره، از آنجایی که بعد از نرمال‌سازی داده‌ها سطح اهمیت آماره جاکو- برا به بالاتر از ۰/۰۵ افزایش یافته (۰/۲۴۱۷) بنابراین فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شده و بیانگر این است که متغیر وابسته تحقیق بعد از فرآیند نرمال‌سازی، دارای توزیع نرمال می‌باشند.

آزمون فرضیه اول تحقیق

انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم.

جدول ۴- آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن

آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
آزمون F لیمر	۱۹/۲۱	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۱۸۷/۴۳	۰/۰۰۰

با توجه به جدول ۴ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای همه مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول ۵- نتایج برآورد فرضیه اول تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
financing	۰/۳۴	۳/۲۱	۰/۰۰۰
SIZE	۰/۴۱	۱/۰۸	۰/۱۹۶
LEV	-۰/۰۳۱	-۴/۹۸۵	۰/۰۰۰
MB	۰/۱۱	۱/۴۱	۰/۰۹۱
ROA	۰/۳۲	۲/۳۱	۰/۰۳۱
C (مقدار ثابت)	۰/۱۴	۴/۶۶	۰/۰۰۰
مقدار F		۱۲/۳۲	۰/۰۰۰
مقدار F		F مقدار احتمال	
(R^2) ضریب تعیین	۰/۳۳۱۲	دورین	۱/۹۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۸۷۹	واتسون	

در بررسی معنی دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود؛ بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۵، سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر تأمین مالی فرصت های سرمایه گذاری کوچکتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۰) یعنی معنی دار است، ضریب آن (۰/۳۴) مثبت می باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۳/۲۱ می باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد؛ بنابراین می توان گفت تأمین مالی فرصت های سرمایه گذاری رابطه مثبت و معنی داری با مالکیت متقابل نهادی دارد.

آزمون فرضیه دوم تحقیق

انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می کنیم.

جدول ۶- آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن

آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
آزمون F لیمر	۸/۲۲	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۱۰۸/۳۳	۰/۰۰۰

با توجه به جدول ۶ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای همه مدل ها کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول ۷- نتایج برآورد فرضیه دوم تحقیق

مقدار احتمال	مقدار t	مقدار ضرایب	متغیر
۰/۰۰۰	۳/۲۱	۰/۳۴	financing
۰/۰۶۴	-۱/۶۲	-۰/۰۰۴	competition
۰/۰۰۰	۳/۴۸	۰/۰۸	competition * financing
۰/۰۹۱	۱/۴۷	۰/۳۱	SIZE
۰/۰۴۷	-۲/۰۳	-۰/۱۶	LEV
۰/۰۳۷	۲/۲۳	۰/۰۷	MB
۰/۰۰۰	۴/۳۱	۰/۴۱	ROA
۰/۰۰۳	۲/۷۸	۰/۳۲	C (مقدار ثابت)
۰/۰۰۰	F مقدار احتمال	۵/۴۹	F مقدار
۱/۷۸	دوربین	۰/۳۷۸۰	(R ²) ضریب تعیین
	واتسون	۰/۳۳۴۲	ضریب تعیین تعدیل شده

در بررسی معنی‌دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کلی مدل تأیید می‌شود؛ بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۷، سطح معنی‌داری آماره t مربوط به متغیر competition * financing کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۰) یعنی معنی‌دار است، ضریب آن (۰/۰۸) منفی می‌باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۳/۴۸- می‌باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد؛ هر اندازه رقابت در بازار محصول بیشتر باشد شاخص هرفیندال - هیرشمن کمتر است و برعکس؛ بنابراین می‌توان گفت ارتباط مثبت بین تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی زمانی که شرکت با رقابت بیشتری در بازار محصول روبرو می‌شود، بیشتر می‌شود.

۷. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به‌ویژه فرصت‌های مهم، محرک تصمیم یک شرکت برای جستجوی تأمین مالی جدید در بازارهای سرمایه است. فرآیند تأمین مالی جدید می‌تواند هم از نظر پولی و هم از جنبه‌های دیگر پرهزینه باشد. از این رو، شرکت‌های اقتصادی برای تأمین مالی بلندمدت به‌طور منظم به بازار سرمایه دسترسی ندارند. با توجه به اینکه ماهیت تأمین مالی جدید با سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مرتبط است، اینکه که چگونه حضور یک مالک متقابل نهادی تأمین مالی خارجی شرکت را در هنگام ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری تسهیل می‌کند مهم است. در این تحقیق به بررسی تأثیر

شرایط بازار بر رابطه تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی بر اساس داده‌های ۱۴۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۹ پرداخته شد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با مالکیت متقابل نهادی رابطه مستقیم و معنی‌داری دارد و ارتباط مثبت بین تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی زمانی که شرکت با رقابت بیشتری در بازار محصول روبرو می‌شود، بیشتر می‌شود.

این نتیجه را استدلال موافقان تأثیر مثبت مالیت متقابل توجیه کرد. مطابق این بینش‌ها می‌توان گفت انتخاب نامطلوب عامل مهمی است که یک شرکت را از به دست آوردن تأمین مالی به‌ویژه در زمینه فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأمین مالی محدود می‌کند؛ اما از آنجا که شرکت‌های دارای مالکیت متقابل نهادی، نتایج حاکمیتی بهتری دارند و همچنین دارای روابط گسترده‌تری با همدیگر و خارج از شرکت هستند، کسب منابع مالی برای آنها در مقایسه با دیگر شرکت‌ها راحت‌تر انجام می‌شود. همچنین می‌توان گفت که در صورت افزایش سهم این‌گونه شرکت‌ها از بازار محصول نیز توانایی آنها به دلیل تسلط بیشتر بر بازار افزایش می‌یابد و منابع مالی خارجی بیشتری را برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش رو فراهم می‌کنند. در واقع حضور مالکان متقابل نهادی در یک شرکت تجاری می‌تواند با تأثیر بر تأمین برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ریسک سرمایه‌گذاران شرکت را کاهش دهد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتری در اختیار مدیران قرار دهد.

این نتایج مطابق نتایج تحقیق چن و همکاران (۲۰۲۱) است که به‌طور خاص نشان داد که مالکان متقابل نهادی، تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را تسهیل می‌کنند همچنین مطابق با نتایج هی و هوانگ (۲۰۱۷) و آذر و همکاران (۲۰۱۸) است که نشان دادند مالکیت متقابل نهادی، اشکال صریح همکاری در بازار محصول (مانند سرمایه‌گذاری مشترک درون صنعت، اتحادهای استراتژیک، یا خریدهای درون صنعت) را تسهیل می‌کند و بهره‌وری نوآوری و سود عملیاتی را بهبود می‌بخشد.

پیشنهادات برگرفته از نتایج تحقیق و پیشنهاد به محققان آتی

با توجه به این نتایج پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران در انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری و تشکیل سبد سهام، به ساختار مالکیت شرکت‌ها توجهی ویژه‌ای داشته باشند و مالکیت متقابل را در صورت وجود، مورد توجه داشته باشند چراکه می‌تواند با افزایش قدرت تعامل با دیگر نهادها و کسب اعتبار بیشتر، مزیت اطلاعاتی و نفوذ خود بر قالب‌های مختلف موجود در سبد خود برای کار و نظارت بر رشد آن شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند، استفاده کنند و توانایی تأمین مالی شرکت‌ها را افزایش دهد. همچنین پیشنهاد می‌شود که در صورتیکه شرکت‌های با مالکیت متقابل نهادی در صنعت فعالیت خود دارای تمرکز بیشتری هستند و قدرتمندتر هستند، آنها را عنوان علامتی از توان شرکت‌ها در فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری به احتساب آورند. همچنین به سازمان بورس اوراق بهادار نیز پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها را ملزم نماید تا اطلاعات جامع‌تری را در خصوص ساختار مالکیت و به‌ویژه وضعیت مالکیت متقابل خود، برای سهامداران منتشر نمایند.

پیشنهاد می‌شود تحقیقات آتی ضمن بررسی رابطه مالکیت‌های متقابل مدیریتی و نهادی با دیگر شاخصهای مربوط به کارایی سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکتها، رابطه مالکیت متقابل را با شفافیت اطلاعات و همچنین اعتبار تجاری شرکت‌ها مورد بررسی قرار دهند.

منابع

۱. تاری وردی، یداله؛ دسینه، مهدی و تقی زاده، علی (۱۳۹۳) بررسی ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی شرکت‌ها و سیاست‌های تقسیم سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های نوین در حسابداری، ش ۴، ۹۳-۱۰۷
۲. خیرخواه، رزیتا؛ اسعدی، عبدالرضا و زنده دل، احمد (۱۳۹۸) ارتباط تمرکز و قدرت بازار محصول با سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه بازرگانی، ش ۹۲، ۱۱۳-۱۹۲
۳. دیدار، حمزه؛ منصورفر، غلامرضا و رحیمی، جبرائیل (۱۳۹۷) بررسی رابطه بین مالکیت متقابل و کارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأثیر متغیر میانجی رقابت بازار محصول، مطالعات تجربی حسابداری، سال ۱۵، ش ۵۸، ۱۳۷-۱۵۹
۴. رهنمای رودپشتی، فریدون؛ اسلامی مفیدآبادی، حسین و احمدزاده، موسی (۱۳۹۳) بررسی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار تأمین مالی شرکت‌ها بر سیاست‌های پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۴، ش ۱، ۱-۳۶
۵. سامانی، الهام (۱۳۹۵) در بررسی تأثیر شاخص‌های رقابت در بازار محصول بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسه آموزش عالی غیردولتی-غیرانتفاعی - مؤسسه آموزش عالی پرندک
۶. سامنی، روح اله (۱۳۹۹) بررسی رابطه رقابت در بازار محصول و انگیزه‌های مدیریت یا نقش تعدیلی ساختار مالکیت، رویکردهای پژوهش نوین در مدیریت و حسابداری، سال ۳، ش ۱۵، ۷۲-۵۷
۷. ستایش، محمدحسین و قوهستانی، سمانه (۱۳۹۵) بررسی رابطه تقسیم سود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی خارجی در طی چرخه عمر شرکت، مدیریت دارایی تأمین مالی، دوره ۴، ش ۱، ۳۷-۵۰
۸. سلیمان خان، آرامه و پورزمانی، زهرا (۱۳۹۶) مقایسه تأثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی و بدون محدودیت تأمین مالی بر اساس شاخص KZ، دانش حسابداری و حسابداری مدیریت، سال ۶، ش ۲۲
۹. شریف منش ع. توسکی ا. ف. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر نقش تعدیل‌کننده شدت رقابت بازار بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۴(۳۵)، ۳۵-۵۳
۱۰. فرید، داریوش و قدک فروشان، مریم (۱۳۹۷) بررسی تأثیر نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر ارزش شرکت، دانش سرمایه‌گذاری، سال ۷، ش ۲۸، ۱۰۳-۱۲۶

۱۱. مشکى میاوقی، مهدی و دلیریان، اکبر (۱۳۹۴) بررسی پایداری سود، ساختار صنعت و قدرت بازار در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، ۷۶، ۱-۲۷
۱۲. مهرگان، نادر و تیموری، یونس (۱۳۹۹) شاخص‌های تمرکز در صنعت، دانشنامه اقتصاد، دوره ۳، ش ۱، ۳-۱
۱۳. نیکبخت، محمدرضا و قاسمی، علی (۱۳۹۷) تأثیر توانایی مدیریت بر رقابت در بازار محصول، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۱۰، ش ۴۰، ۱۲۷-۱۴۶
۱۴. واعظ، سید علی؛ قلمبر، محمدحسین و قنواتی، نسرين (۱۳۹۴) تأثیر رقابت در بازار محصول بر کیفیت سود با بهره‌گیری از تکنیک تحلیل عاملی، مجله دانش حسابداری، سال ۶، ش ۲۱، ۱۲۹-۱۴۹
15. Chen, Yangyang, Qingyuan Li, Jeffrey Ng, Chong Wang (2021) Corporate financing of investment opportunities in a world of institutional cross-ownership, *Journal of Corporate Finance* 69 (2021) 102041
16. Backus, M., Conlon, C., Sinkinson, M., 2019. Common ownership in America: 1980–2017. *Am. Econ. J. forthcoming*.
17. Bolton, P., Chen, H., Wang, N., 2011. A unified theory of Tobin's Q, corporate investment, financing, and risk management. *J. Financ.* 66 (5), 1545–1578.
18. Bradley, D., Gokkaya, S., Liu, X., 2017. Before an analyst becomes an analyst: does industry experience matter? *J. Financ.* 72 (2), 751–792.
19. Chen, Yangyang., Qingyuan Li, Jeffrey Ng, Chong Wang (2021) Corporate financing of investment opportunities in a world of institutional cross-ownership, *Journal of Corporate Finance* 69 (2021) 102041
20. He, J., Huang, J., 2017. Product market competition in a world of cross-ownership: evidence from institutional blockholdings. *Rev. Financ. Stud.* 30 (8), 2674–2718.
21. He, J., Huang, J., Zhao, S., 2019. Internalizing governance externalities: the role of institutional cross-ownership. *J. Financ. Econ.* 134 (2), 400–418.
22. He, J., Li, L., Yeung, P.E., 2020. Two Tales of Monitoring: Effects of Institutional Cross-blockholding on Accruals. Working paper. University of Georgia, University of Kansas, and Cornell University.
23. Kale, J.R., Loon, Y.C., 2011. Product market power and stock market liquidity. *J. Financ. Mark.* 14 (2), 376–410.
24. Kang, J.K., Luo, J., Na, H.S., 2018. Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors? *J. Financ. Econ.* 128 (3), 576–602.
25. Ni, X., Yin, D., 2020. Is Common Ownership Commonly Priced? Insights From the Cost of Equity Capital. Working paper. Xiamen University and Miami University of Ohio.
26. Park, J., Sani, J., Shroff, N., White, H., 2019. Disclosure incentives when competing firms have common ownership. *J. Account. Econ.* 67 (2–3), 387–415.
27. Ramalingegowda, S., Utke, S., Yu, Y., 2021. Common institutional ownership and earnings management. *Contemp. Account. Res.* 38 (1), 208–241.

The Impact of Market Conditions on the Relationship between Financing of Investment Opportunities and Institutional Cross-Ownership

Farzin Khoshkar ^{*1}
Mehdi Noorbakhsh ²
Sedighe Maleki ³

Date of Receipt: 2021/12/09 Date of Issue: 2022/01/10

Abstract

Cross-Ownership is a type of ownership structure in which business units are both shareholders and owners of each other. The purpose of this study is to investigate the the impact of market conditions on the Relationship between financing of investment opportunities and institutional cross-ownership. The statistical population of the study is all companies listed on the Tehran Stock Exchange and using the systematic elimination sampling method, 148 companies were selected as the sample of the research in an 8-year period between 2013 and 2020. The method used to collect information is a library and the relevant data for measuring variables were collected from Codal website and companies' financial statements and then Eviews software was used to test the research hypotheses. The results of testing the research hypotheses showed that the financing of investment opportunities is positively associated with institutional cross-ownership and the positive association between the financing of investment opportunities and institutional cross-ownership is more pronounced when the firm faces more product market competition

Keyword

Market conditions, financing of investment opportunities, institutional cross-ownership

1. Assistant Professor of Accounting, Naser Khosro Institute of Higher Education, Saveh, Iran.
2. Master student of accounting, Naser Khosro Institute of Higher Education, Saveh, Iran.
3. Master student of accounting, Naser Khosro Institute of Higher Education, Saveh, Iran.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی