



Research Article

Vol. 29, No. 2, 2023, p. 61 - 85



A Comparative Study of the Effectiveness of Banking and the Stock Market on Firm Performance

H. Samsami¹, M. Osoolian², H. Hasanpur^{3*}

- 1- Assistant Professor, Department of Economics and Politics, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran
- 2- Assistant Professor, Department of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran
- 3- MSc Student of Theoretical Economics, Department of Economics and Politics, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran

(*- Corresponding Author Email: Hesamhasanpur8@gmail.com)

<https://doi.org/10.22067/mfe.2022.77316.1208>

| | |
|------------------------------|--|
| Received: 2022/06/23 | How to cite this article: Hasanpur, H.; Samsami, H., & Osoolian, M. (2022). A Comparative Study of the Effectiveness of Banking and the Stock Market on Firm Performance. <i>Monetary and Financial Economics</i> , 29(2): 61-85. (in Persian with English abstract). https://doi.org/10.22067/mfe.2022.77316.1208 |
| Revised: 2022/10/25 | |
| Accepted: 2022/12/12 | |
| Available Online: 2022/12/12 | |

1- INTRODUCTION

Funding and its method are one of the most important issues which vast majority of firms face it. In order to funding, firms can use different

methods such as issuing shares and getting loan from banking system. In recent years, economic policymakers have tended to expand the share of the capital market and in the country's financial system. According to the statistics of the Stock Exchange Organization, in the years 2018, 2019 and 2020, when we observe the growth of the capital market in our country, the desire of companies to enter the stock market have increased, and in 2018, the number of firms which floated on the stock market was 6 companies, and in 2019, it have increased to 9 companies. However, the issue that should be paid attention is that have the companies that floated on the stock market in previous years, its performance has been improved or not?

2- THEORETICAL FRAMEWORK

In financial markets with basic market financial construction, the capital market plays a more active and extensive role than the money market, in this type of financial construction, a large part of the financial requisite of companies provides from the capital market, while, in financial markets with a bank-oriented financial structure, the money market plays a deeper role and is more active than the capital market. In this view, it emphasizes the positive role of banks in economic growth and development and the shortcomings of the basic market system. There have been many studies regarding the effect of financial resources on the performance of companies, so that some studies consider financing from the capital market as preferable to financing from the banking system, eventhough others have considered financing from the banking system as preferable. Overall, there is no dominant view about priority of the banking system or the capital market over each other.

3- METHODOLOGY

This research is considered as applied research in terms of its objective; Because it examines the relationships between variables, the subject of the research is the Tehran Stock Exchange Organization in terms of location, and the time scope of the research is from the fiscal year 2013 to 2019 by using the annual data of the companies. In this study for estimation of coefficients, panel data and evIEWS 12 has been used. In this research, the variables of total productivity of production factors, investment and employment are used as dependent variables, and the variables of entering the company into the stock market, funding from cash contribution and long-term loans are used as explanatory variables. Also, the variables of interest rate, production, wages, government and private composition and company size are considered as control variables.

4- RESULTS & DISCUSSION

According to the results of the model: cash receipts, entrance the stock market and banking loans do not have a significant effect on the productivity of the total production factors of the investigated companies. Cash contribution, entrance the stock market and banking loans do not have a significant effect on the investment of the investigated companies and cash contribution, entrance the stock market and long-term bank loans do not have a significant effect level on the employment of the investigated companies.

5- CONCLUSIONS & SUGGESTIONS

The present study compares the effectiveness of financing from the banking system and the stock market on the performance of listed companies in the Tehran Stock Exchange. In this study by use of statistical data of 55 companies during 7 years (3 years before entrance, 3 years after entrance and year of entrance, it has been shown that funding from banking system and the stock market has diverse impact on firms' performance. In this study, total factors of production, investment and employment have been considered as performance variables, and long-term debts, financing from cash contribution and entrance into the stock market as an independent variable and firm size, interest rate, firm production, wages, public and private ownership of the company are considered as control variables. According to the research results, financing from the banking system has a positive and significant effect on the investment variable as a performance variable, while entering the stock market and funding from cash contribution does not have a significant effect on the investment variable. Also, the effect of entrance in stock market and funding from cash contribution, such as the effect of financing from the banking system on the productivity variables of all factors of production and employment is meaningless.

Keywords: Funding, Banking System, Stock Market, Productivity, Firm Performace.

بررسی مقایسه‌ای اثربخشی تأمین مالی از نظام بانکی و بازار بورس بر عملکرد بنگاه‌ها^۱

حسین صمصام

استادیار گروه اقتصاد دانشگاه شهید بهشتی

محمد اصولیان

استادیار گروه مدیریت دانشگاه شهید بهشتی

حسام حسن پور^۲

کارشناسی ارشد اقتصاد دانشگاه شهید بهشتی

<https://doi.org/10.22067/mfe.2022.77316.1208>

نوع مقاله: پژوهشی

چکیده

مقاله حاضر به بررسی مقایسه‌ای اثربخشی تأمین مالی از نظام بانکی و بازار بورس بر عملکرد بنگاه‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. بدین منظور با استفاده از تکنیک تجزیه و تحلیل رگرسیونی داده‌های ترکیبی، فرضیه‌های آزمون مورد مطالعه قرار گرفته است. در این پژوهش با بررسی داده‌های آماری ۵۵ شرکت طی ۷ سال (۳ سال قبل از ورود، ۳ سال بعد از ورود و سال ورود) مشخص شد که تأمین مالی از نظام بانکی و بازار بورس اثرات متفاوتی بر عملکرد بنگاه دارد. در این تحقیق متغیرهای بهره‌وری کل عوامل تولید، سرمایه‌گذاری و اشتغال به‌عنوان متغیرهای عملکرد و تسهیلات بلندمدت، افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و ورود به بورس به‌عنوان متغیر مستقل و اندازه بنگاه، نرخ بهره، تولید بنگاه، دستمزد، میزان دولتی و خصوصی بودن شرکت به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. طبق نتایج تحقیق، تأمین مالی از نظام بانکی اثر مثبت و معنی‌داری بر متغیر سرمایه‌گذاری به‌عنوان متغیر عملکرد دارد؛ درحالی‌که ورود به بورس و افزایش آورده نقدی تأثیر معنی‌داری بر متغیر سرمایه‌گذاری ندارد. همچنین اثر ورود به بورس و افزایش آورده نقدی مانند اثر تأمین مالی از نظام بانکی بر متغیرهای بهره‌وری کل عوامل تولید و اشتغال بی‌معنی است.

کلیدواژه‌ها: تأمین مالی، نظام بانکی، بورس، بهره‌وری.

^۱ این مقاله مستخرج از پایان‌نامه می‌باشد

^۲ نویسنده مسئول: Hesamhasanpur8@gmail.com

۱. مقدمه

تأمین مالی و نحوه آن یکی از موضوعات مهمی است که بنگاه‌ها با آن مواجه‌اند. بنگاه‌ها به‌منظور تأمین مالی می‌توانند از روش‌های مختلفی مانند انتشار سهام و اخذ تسهیلات بانکی استفاده کنند. در سال‌های اخیر، شاهد تمایل سیاست‌گذاران اقتصادی جهت گسترش سهم بازار سرمایه و تعمیق آن در نظام مالی کشور هستیم. طبق آمار سازمان بورس اوراق بهادار، در سال‌های ۹۷، ۹۸ و ۹۹ که شاهد رشد بازار سرمایه در کشور بودیم، تمایل شرکت‌ها برای ورود به بورس افزایش یافته و در سال ۱۳۹۷ تعداد عرضه اولیه‌ها ۶ شرکت بوده و در سال ۱۳۹۸ به ۹ شرکت افزایش یافت. در نیمه اول سال ۱۳۹۹ نیز که تقاضا در بازار رشد چشم‌گیری داشت، ۱۰ شرکت عرضه اولیه شدند که نسبت به سال‌های پیش، روندی افزایشی داشته است؛ اما موضوعی که می‌بایست به آن توجه کرد و مورد ارزیابی قرارداد، این است که آیا شرکت‌هایی که در سال‌های قبل وارد بورس شده‌اند عملکردشان بهبود یافته است یا خیر. لذا در این پژوهش به دنبال بررسی این موضوع هستیم.

پژوهش حاضر مشتمل بر ۵ بخش است که در بخش اول به بیان مقدمه، در بخش دوم نیز به تبیین ادبیات تحقیق، بخش سوم به بیان سابقه تحقیق، در بخش چهارم به روش تحقیق و در بخش پنجم نیز به بیان خلاصه و نتیجه‌گیری تحقیق پرداخته خواهد شد.

۲. ادبیات تحقیق

یکی از اهداف اصلی مدیریت واحد تجاری افزایش ثروت سهام‌داران و همچنین افزایش ارزش و بازده سهام است. عوامل زیادی بر بازده سهام شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند که انتخاب یک روش تأمین مالی مناسب یکی از این عوامل هست. نخستین بار (Weston, 1955) در حدود نیم‌قرن پیش امکان تدوین نظریه ساختار سرمایه را مطرح کرد و در نهایت باعث شد (Modigliani & Miller, 1958) نخستین نظریه ساختار سرمایه را تدوین کنند. مطالعات نشان می‌دهد از زمان انتشار مقاله آن‌ها، نظریه‌های گوناگون و الگوهای متعددی درباره ساختار سرمایه شرکت‌ها و چگونگی انتخاب آن تدوین شده است؛ با این حال، هیچ‌یک از این نظریه‌ها و الگوها به‌تنهایی عوامل مؤثر در تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها را کاملاً تبیین نمی‌کنند و پاسخ قاطعانه‌ای برای این پرسش ندارند که چرا در شرایط گوناگون تعدادی از شرکت‌ها برای تأمین مالی فعالیت‌های خود گزینه انتشار سهام، بعضی به کارگیری منابع داخلی و برخی دیگر روش استقراض را انتخاب می‌کنند. (Myers, 2001)

از جمله نظریه‌هایی که به تشریح ساختار سرمایه شرکت پرداخته است، نظریه چرخه عمر است که مطابق نظریه چرخه عمر، شرکت طی دوران حیات خود توانمندی‌ها و قابلیت‌های متفاوتی دارد که موجب می‌شود عملکرد و اقدامات متفاوتی در مراحل عمر خود داشته باشد. به این ترتیب، شرکت در طول عمر خود ترکیب متفاوتی از منابع را نگهداری می‌کند که شیوه تعامل و مدیریت این منابع موجبات رشد او را فراهم می‌آورد. نتایج پژوهش‌ها حاکی از آن است که شرکت‌ها ساختار سرمایه متفاوتی را طی مراحل چرخه عمرشان به کار می‌بندند، (La Rocca et al., 2011) نسبت‌های اهرم هدف آن‌ها در طی زمان تغییر می‌کند. (Elsas & Florysiak, 2011) و (Myers, 1984) پژوهش‌های فراوانی به بررسی رابطه اندازه شرکت و ساختار سرمایه صورت گرفته است. از مهم‌ترین پژوهش‌ها در این زمینه می‌توان به پژوهش‌های (Graham et al., 1998) و (Hovakimain et al., 2001) اشاره کرد که به بررسی رابطه میان اندازه شرکت و ساختار سرمایه پرداختند. نتایج بررسی آن‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های بزرگ‌تر ریسک کم‌تری نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر دارند؛ همچنین هزینه‌های بدهی شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر، کم‌تر است. در نتیجه، این عامل موجب به پایین بودن اهرم آن‌ها می‌شود، (Faulkender & Petersen, 2002) در پژوهشی دیگر به این نتیجه رسیدند که نسبت اهرمی شرکت‌های بزرگ‌تر، کم‌تر است. از دیگر پژوهش‌های مهم در این زمینه، می‌توان به پژوهش (Coeurderoy, 2002) اشاره کرد که رابطه میان اندازه شرکت و اهرم را در چندین کشور اروپایی بررسی کرد و به این نتیجه رسید که میان اندازه شرکت‌ها و ساختار سرمایه در کشورهای اروپایی رابطه‌ای وجود دارد.

از آنجا که سرمایه جزو اصلی‌ترین عوامل فعالیت‌های اقتصادی محسوب می‌شود. انباشت آن، یکی از اولویت‌های اقتصادی هر کشوری در جهت توسعه و پیشرفت است. در بسیاری از کشورها شیوهی تأمین منابع مالی مورد نیاز فعالیت‌های اقتصادی، بسته به میزان تأکید متقاضیان سرمایه به روی آوری به بازار سرمایه یا بانک‌ها متفاوت است. گرایش متفاوت به بازارهای سرمایه و پول در تأمین نیازهای مالی تا حد زیادی از تفاوت ساختارهای نهادهای مالی کشورها سرچشمه می‌گیرد. بر اساس نظریه خدمات واسطه‌های مالی از ضروریات توسعه اقتصادی است. پیرو نظریات (Schumpeter, 1934) و با تبعیت از نظریات پول‌گرایان و (Goldsmith, 1969) نیز بر وجود ارتباط معنی‌دار بین توسعه اقتصادی، تولید و خدمات ارائه شده توسط واسطه‌های مالی تأکید نموده‌اند. (King & Levine, 1993) نیز با ارائه شواهد تجربی نشان دادند، معیارهای گوناگون توسعه مالی ارتباط نزدیکی با شاخص‌های کارایی و رشد اقتصادی دارند. لوین نیز در مطالعه‌ای دیگر بر ارتباط توسعه مالی و رشد اقتصادی صحنه گذاشت و عنوان کرد سیاست‌هایی

منجر به بهبود توسعه مالی می‌شوند محرک رشد اقتصادی نیز هستند. در این مطالعات پول به‌عنوان یک نهاده وارد تابع تولید می‌شود چراکه منجر به تسهیل انجام معاملات می‌گردد؛ بنابراین، با توجه به اهمیت بازارهای مالی و نقش و کارکرد آن‌ها در اقتصاد، نظام مالی دارای ساختار مالی «بانک پایه»، «بازار پایه» است. در بازارهای مالی دارای ساختار مالی بانک محور، بازار پول نسبت به بازار سرمایه، نقش عمیق‌تری را بازی می‌کند و فعال‌تر است. در این دیدگاه به نقش مثبت بانک‌ها در رشد و توسعه اقتصادی و نواقص و کاستی‌های نظام بازار پایه تأکید می‌کند. علت آن نیز این است که در این نوع ساختار مالی، بانک‌ها از نظر قانونی با محدودیت‌هایی مواجه نیستند و می‌توانند در کسب اطلاعات کامل و نیز فرآیندها از سرفه‌جویی‌های به مقیاس استفاده کنند. (Levine, 2002)

بدین معنی که در این نوع از ساختار مالی، بانک‌ها به‌عنوان نهادهای فراگیر عمل می‌کنند و شرکت‌ها برای تأمین مالی نیازهای مالی‌شان تا حد زیادی به سیستم بانکی وابسته‌اند. همچنین در نظام‌های مالی بانک محور با توجه به قدرت بانک‌ها، کسب اطلاعات از بنگاه‌ها و در پی آن تخصیص منابع به بنگاه‌های پربازده‌تر محتمل‌تر است. (Diamond, 1984)

در بازارهای مالی دارای ساختار مالی بازار پایه بازار سرمایه نقش فعال‌تر و گسترده‌تری نسبت به بازار پول ایفاء می‌کند، در این نوع ساختار مالی، بخش فراوانی از نیازهای مالی شرکت‌ها از بازار سرمایه تأمین می‌شود. در این سیستم، پس‌انداز کنندگان منابع مالی خود را از راه خرید انواع اوراق تجاری کوتاه‌مدت با بلندمدت بخش‌های خصوصی و عمومی به واحدهای متقاضی منابع مالی ارائه می‌کنند در واقع در این نوع سیستم مالی، نظام تأمین مالی مبتنی بر روش‌های تأمین مالی مستقیم است. به‌طور کلی در چنین سیستمی، فعالیت بانک‌های سپرده‌پذیر به اعطای وام‌های کوتاه‌مدت و ارائه خدمات بانکداری تجاری محدود می‌شود و بخش فراوانی از نیازهای مالی شرکت‌ها از طریق بازار سرمایه تأمین می‌گردد و لذا، بازار سرمایه در مقایسه با سیستم مالی بانک پایه «بانک محور» فعالیت وسیع‌تر و گسترده‌تری دارد؛ بنابراین، در سیستم مالی بازار پایه، بازار سرمایه نقش مهم‌تری ایفا می‌نماید، در این نظام تعداد زیادی از بازارهای مالی شفاف و چندلایه مانند بورس اوراق بهادار و بازارهای اوراق قرضه شرکتی و... دامنه گسترده‌ای از ابزارهای موردنیاز آحاد مختلف اقتصادی را فراهم می‌آورد. تنوع انواع مختلف ابزارها و نهادهای مالی و چگونگی ارتباط میان این نهادها در بازارهای مالی، موجبات تسهیل ارتباط میان متقاضیان و عرضه‌کنندگان منابع مالی در یک سیستم اقتصادی را به دنبال دارد و به تخصیص بهینه منابع در پروژه‌های سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. از ویژگی نظام مالی سرمایه‌محور می‌توان گفت در این ساختار مالی مدیریت ریسک افزایش

می‌یابد (Obstfeld, 1994)، با توجه به الزام بنگاه‌ها جهت انتشار صورت‌های مالی منجر به افزایش شفافیت و تقارن اطلاعاتی خواهد شد. (Holmstrom & Tirole, 1993) همچنین در این ساختار مالی منجر به افزایش نوآوری خواهد شد در حالی که در نظام مالی بانک‌محور بانک‌ها تمایل دارند به بنگاه‌های خاصی تسهیلات دهند. (Rajan, 1992)

از این رو، برقراری ارتباط میان نظام بانکی و بازار سرمایه، می‌تواند یکی از راه‌کارهای مناسب جهت تعمیق بازارهای مالی و دستیابی به رشد سریع اقتصادی است. این امر در تجهیز و تخصیص منابع و رفع کمبودها در زمینه تأمین منابع مالی بنگاه‌ها و سازمان‌های متقاضی سرمایه کمک شایانی نموده و تا حدود زیادی بار مالی بخش‌های مختلف اقتصادی را در جهت تجهیز و تخصیص درست منابع به بخش‌های گوناگون اقتصادی کاهش می‌دهد و رشد اقتصادی را به دنبال خواهد داشت.

۳. سابقه تحقیق

در ارتباط با تأثیر منابع مالی بر عملکرد بنگاه‌ها مطالعات متعددی صورت گرفته، که به دو قسمت مطالعات داخلی و خارجی تقسیم‌بندی می‌شود.

۳-۱ داخلی

ملانظری و همکاران (۲۰۰۹)؛ به بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی و موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۸۶، پرداخته است. نتایج تحقیق، حاکی از آن است که تأمین مالی بر موفقیت شرکت تأثیر مثبت دارد و از بین تأمین مالی از طریق وام بانکی و افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات حال شده استفاده از افزایش سرمایه تأثیرگذارتر است.

صمیمی و همکاران (۲۰۱۷)؛ به بررسی تأثیر تأمین مالی از طریق بدهی بر عملکرد بنگاه‌های تولیدی در ایران با استفاده از روش رگرسیون پنل دیتا، پرداختند که به این منظور از داده‌های تابلویی ۱۴۱ بنگاه تولیدی فعال در بورس اوراق بهادار تهران در قالب ۲۰ صنعت طی دوره زمانی ۱۳۷۹ الی ۱۳۹۲، استفاده کردند. طبق نتایج تحقیق، این نتیجه حاصل شد که تأمین مالی از طریق ابزارهای بدهی بر عملکرد بنگاه‌های تولیدی اثر مثبت دارد و همچنین تأمین مالی از منابع داخلی (جریان‌ات نقدی)، اثر منفی بر عملکرد بنگاه دارد.

میرلوحی و همکاران (۲۰۱۷)؛ به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر بازدهی سهام ۴۱ شرکت غیر مالی پذیرفته شده در بورس تهران طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۱ با استفاده از روش رگرسیونی پنل دیتا، پرداخته است. نتایج بیانگر وجود رابطه معنی دار میان اهرم مالی و بازده سهام است؛ همچنین میان نسبت بدهی و بازده سهام یک رابطه معنی دار مشاهده شده است.

تحریری و همکاران (۲۰۱۹)؛ به بررسی ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام با رویکردی مقایسه‌ای تجربی بین نظریه موازنه ایستا و نظریه سلسله مراتبی می‌پردازند. نتایج تحقیق حاکی از این است که نتایج از نظریه‌های مطرح شده حمایت نمی‌کند و گویای این مطلب است که تصمیم‌های متفاوت تأمین مالی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر متفاوتی بر نقدشوندگی سهام و بالطبع، هزینه سرمایه شرکت‌ها نمی‌گذارند.

اصولیان و همکاران (۲۰۲۰)؛ به بررسی چگونگی ارتباط مدیریت جریان وجوه نقد با ساختار سرمایه و نسبت بدهی ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۷ با استفاده از روش رگرسیونی پنل دیتا، پرداخته است. طبق نتایج تحقیق، شرکت‌هایی که جریان نقد عملیاتی کمتر یا بیشتری دارند، تأثیر نوسانات جریان نقد بر نسبت بدهی از شدت بیشتری برخوردار است.

۲-۳ خارجی

(Vätavu, 2015)؛ به تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد مالی بنگاه‌های بورسی رمانی می‌پردازد، در این به‌منظور بررسی روابط از داده‌های مالی ۱۹۶ شرکت طی سال‌های ۲۰۰۳-۲۰۱۰ با استفاده از روش رگرسیون پنل دیتا استفاده شده است طبق نتایج تأثیر زمان که بنگاه‌ها بدهی کمتری دارند میزان نرخ بازده سهام به‌عنوان متغیر عملکرد افزایش می‌یابد.

(Davydov, 2016)؛ به بررسی تأمین مالی ۷۰۰ بنگاه در کشورهای برزیل، چین، هند و روسیه طی سال‌های ۲۰۰۳-۲۰۱۲ از طریق بانک پرداخته است. نتایج حاکی از این است که تأمین مالی از طریق بانک بر عملکرد بنگاه اثر مثبت دارد.

(Cavalcanti & Vaz, 2017)؛ به بررسی دسترسی به منابع مالی ۱۴۰۳ بنگاه متوسط و کوچک در برزیل طی سال‌های ۲۰۰۲-۲۰۰۴ پرداخته‌اند. نتایج حاکی از این است که بنگاه‌هایی که دسترسی به اعتبارات دولتی دارند، بهره‌وری بیشتری در مقایسه با بنگاه‌هایی که از این اعتبارات محروم هستند دارند.

(Vijayakumaran, 2019)؛ به بررسی ساختار حاکمیتی شرکت و ارتباط آن با تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های بورسی چین می‌پردازد. در این تحقیق به‌منظور بررسی روابط از داده‌های مالی شرکت‌های

پذیرفته شده در بازار بورس شانگهای و شنزین طی سال‌های ۲۰۰۳-۲۰۱۰ با استفاده از مدل رگرسیون پنل و روش سیستم معادلات همزمان استفاده شده است. طبق نتایج تحقیق، مالکیت مدیریتی، مطابق با فرضیه همسویی انگیزه، تأثیر مثبت و معناداری بر اهرم شرکت دارد، مالکیت دولتی بر تصمیم‌های اهرمی تأثیر منفی می‌گذارد.

(Nguyen et al., 2020)؛ به بررسی ساختار سرمایه بر عملکرد بنگاه‌های پذیرفته شده در بازار بورس ویتنام می‌پردازند. نتایج تحقیق بیانگر این است که ساختار سرمایه اثر منفی بر عملکرد بنگاه‌های مورد بررسی دارد؛ همچنین اثر ساختار سرمایه برای شرکت‌های دولتی، نسبت به شرکت‌های غیردولتی بیش‌تر است. (Mare et al., 2020)؛ به بررسی ساختار سرمایه و نوآوری شرکت می‌پردازند. در این پژوهش با استفاده از داده‌های ۱۰۴ کشور طی سال‌های ۲۰۰۹-۲۰۱۸ به برآورد مدل با روش پنل دیتا پرداخته شده است. طبق نتایج، استفاده از منابع مالی خارجی با چشم‌انداز بهبود یافته نوآوری، به‌ویژه در کشورهای توسعه‌یافته‌تر مالی همراه است.

(Mayer et al., 2021)؛ در تحقیق خود، به بررسی تأمین مالی از طریق انتشار توکن می‌پردازند و نشان می‌دهند برای تأمین مالی بلندمدت، تأمین مالی از طریق انتشار توکن بجای انتشار اوراق و سهام ارجحیت دارد که دلیل آن را ویژگی‌های توکن مانند تسهیل در تراکنش و ویژگی‌های امنیتی آن بیان می‌کنند. مطالعات داخلی و خارجی صورت گرفته به‌منظور بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد بنگاه‌های متفاوتی وجود دارد؛ به‌طوری‌که برخی مطالعات تأمین مالی از بازار سرمایه را ارجح بر تأمین مالی از نظام بانکی می‌دانند و در برخی دیگر از مطالعات تأمین مالی از نظام بانکی را ارجح می‌دانند و در مجموع یک دیدگاه غالبی در مورد برتری نظام بانکی یا بازار سرمایه بر یکدیگر وجود ندارد. در این پژوهش به دنبال بررسی این هستیم که کدام‌یک از روش‌های تأمین مالی (نظام بانکی و بازار بورس) زمانی که هدف افزایش میزان اشتغال، بهره‌وری کل عوامل تولید و سرمایه‌گذاری، است بر یکدیگر ارجحیت و برتری دارند. موضوعی که تاکنون مورد بررسی واقع نشده است.

۴. روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از جنبه هدف، از نوع تحقیقات کاربردی به شمار می‌رود؛ زیرا به بررسی روابط بین متغیرها می‌پردازد، موضوع تحقیق از نظر قلمرو مکانی، سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و قلمرو زمانی تحقیق از سال مالی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۹ با استفاده از داده‌های سالانه شرکت‌ها تعیین شده است.

جامعه پژوهش تمامی صنایع فعال در بورس می‌باشند. نمونه تحقیق برابر با جامعه می‌باشد با در نظر گرفتن فیلترهای زیر:

- ۱- شرکت‌های سرمایه‌گذاری. ۲- شرکت‌هایی که داده‌های آن‌ها در دسترس نباشد. ۳- شرکت‌هایی که بیش از یکسال وقفه معاملاتی داشته باشند.
- در این تحقیق به منظور بررسی روابط بین متغیرها از معادلات زیر استفاده شده است.

شاخص‌های عملکرد

در این تحقیق از متغیرهای بهره‌وری کل عوامل تولید، سرمایه‌گذاری و اشتغال به عنوان متغیرهای عملکرد استفاده شده است. علت استفاده از متغیرهای فوق به عنوان متغیر وابسته: (۱) اهمیت متغیرها بر عملکرد (بنگاه‌ها و ۲) عدم بررسی تأثیر نوع تأمین مالی بر متغیرهای فوق به این صورت که در این پژوهش مورد بررسی قرار گرفته می‌باشد؛ به عبارت دیگر عمدتاً مطالعات به بررسی شاخص‌های مالی پرداخته شده و کمتر به متغیرهای اقتصادی اهمیت داده شده است.

بهره‌وری کل عوامل تولید

بهره‌وری در مفهوم کلی به معنای نسبت ستاده‌ها به داده‌هاست. به بیان دیگر بهره‌وری به معنی متوسط تولید به ازای هر واحد از کل نهاده‌هاست، به طوری که اگر متوسط تولید به ازای هر واحد از نهاده‌ها افزایش یابد، بیانگر افزایش بهره‌وری و عکس آن به معنای کاهش بهره‌وری می‌باشد.

روش محاسبه بهره‌وری کل عوامل تولید

❖ روش مانده سولو

در این روش به منظور محاسبه شاخص بهره‌وری کل عوامل، ابتدا فرم تابعی خاصی را برای تابع تولید در نظر می‌گیریم و سپس آن را به روش اقتصادسنجی برآورد می‌کنیم و در نهایت بر اساس تابع برآورد شده می‌توان کشش‌های تولیدی کار و سرمایه را برآورد نمود (یعنی پارامترهای α و β) پس از به دست آوردن تخمین‌های کشش‌های تولیدی کار و سرمایه با محاسبه جمله پسماند، بهره‌وری کل عوامل را به دست می‌آوریم. روش پسماند سولو به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\widehat{TFP} = \widehat{V} - \alpha \widehat{K} - \beta \widehat{L}$$

α و β بیانگر کشش‌های تولیدی نسبت به سرمایه و کار نیز هستند.

❖ سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری عبارت است از تغییر مقدار موجود سرمایه یک بنگاه یا اقتصاد که این تغییر شامل جایگزینی سرمایه یا افزایش موجودی سرمایه می‌شود. به این ترتیب سرمایه‌گذاری را می‌توان تولید یا خرید هر دارایی حقیقی سرمایه‌ای و به‌طور دقیق، افزایش موجودی سرمایه در طول زمان دانست. بر این اساس می‌توان سرمایه‌گذاری را به‌صورت زیر نوشت:

$$I_t = K_t - K_{t-1}$$

که I_t بیانگر سرمایه‌گذاری در زمان t و k_t, k_{t-1} بیانگر موجودی سرمایه در زمان t و $t-1$ هستند.

❖ اشتغال

تعداد نیروی کار به خدمت گرفته‌شده توسط شرکت‌های موردبررسی را شامل می‌شود.

جهت بررسی اینکه آیا تأمین مالی شرکت‌ها از بازار سرمایه اثربخشی بیشتری نسبت به نظام بانکی بر بهره‌وری کل عوامل تولید شرکت‌ها دارد. از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$\log Re_{it} = \beta_0 + \beta_1 ED_{it} + \beta_2 D_{it} + \beta_3 E_{it} + \beta_4 \log TD_{it} + \varepsilon_{it}$$

$i=1, t$ به ترتیب بیانگر سال و بنگاه می‌باشند.

متغیر وابسته RE (بهره‌وری کل عوامل تولید)، متغیرهای مستقل: D (ورود شرکت به بازار بورس)، E (افزایش سرمایه شرکت از محل آورده نقدی)، TD (میزان تسهیلات بلندمدت) و متغیرهای کنترل: ED (نسبت دولتی و خصوصی بودن شرکت است) و SI (اندازه شرکت) جهت بررسی اینکه آیا تأمین مالی شرکت‌ها از بازار سرمایه اثربخشی بیشتری نسبت به نظام بانکی بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 r_{it} + \beta_2 \log Q_{it} + \beta_3 ED_{it} + \beta_4 D_{it} + \beta_5 E_{it} + \beta_6 \log TD_{it} + \beta_7 I_{it}(-1) + \varepsilon_{it}$$

i, t به ترتیب بیانگر سال و بنگاه می‌باشند.

متغیر وابسته: I (سرمایه گذاری ناخالص بنگاه) متغیرهای مستقل: D (ورود شرکت به بازار بورس)، E (سرمایه شرکت از محل آورده نقدی)، TD (میزان تسهیلات بلندمدت) و متغیرهای کنترل: RR (نرخ بهره حقیقی)، Q (تولید بنگاه)، S_i (اندازه شرکت)، $I(-1)$ (سرمایه گذاری دوره قبل) جهت بررسی اینکه آیا تأمین مالی شرکت‌ها از بازار سرمایه اثربخشی بیش تری نسبت به نظام بانکی بر اشتغال و نیروی کار به خدمت گرفته شده توسط شرکت‌ها دارد. از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$\log L_{it} = \beta_0 + \beta_1 \log W_{it} + \beta_2 \log Q(-1)_{it} + \beta_3 ED_{it} + \beta_4 D_{it} + \beta_5 E_{it} + \beta_6 \log TD_{it} + \varepsilon_{it}$$

i, t به ترتیب بیانگر سال و بنگاه می‌باشند.

متغیر وابسته: L (تعداد نیروی کار)، متغیرهای مستقل: D (ورود شرکت به بازار بورس)، E (افزایش سرمایه شرکت از محل آورده نقدی)، TD (میزان تسهیلات بلندمدت)، متغیرهای کنترل: W (دستمزد حقیقی)، $Q(-1)$ (تولید حقیقی بنگاه در دوره قبل) و S_i (اندازه شرکت)

نتایج آزمون پایایی متغیرها

قبل از هرگونه تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق می‌بایست پایایی یا مانایی متغیرهای مورد استفاده در تحقیق مورد بررسی قرار گیرد، زیرا در صورت عدم پایایی متغیرها هرگونه نتیجه‌گیری از نتایج فاقد اعتبار علمی است. پایایی متغیرهای در این پژوهش به منظور بررسی مانایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو جهت بررسی ریشه واحد مقطعی در داده‌های ترکیبی استفاده شده است که نتایج آن در جدول زیر گزارش شده است.

جدول (۱): نتایج آزمون پایایی متغیرها

| نام متغیر | نماد | آماره t | سطح معناداری | درجه پایایی |
|-----------|----------------------------|-----------|--------------|-------------|
| TD | تسهیلات بلندمدت | -۳.۶۴ | ۰.۰۰۰۱ | I(0) |
| I | سرمایه گذاری | -۴۲.۱۴ | ۰.۰۰۰ | I(0) |
| L | نیروی کار | -۵.۸۶ | ۰/۰۰۰ | I(0) |
| Q | تولید حقیقی | -۸.۷۹ | ۰.۰۰۰ | I(0) |
| SI | اندازه شرکت | -۲.۹۶ | ۰.۰۰۱۵ | I(0) |
| RE | بهره‌وری کل عوامل تولید | -۵۲.۰۵ | ۰.۰۰۰ | I(0) |
| W | دستمزد حقیقی | ۰.۶۲ | ۰.۷۳۴۰ | I(1) |
| RR | نرخ بهره حقیقی | ۰/۶۶۷ | ۰/۰۰۰ | I(0) |

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به جدول فوق مشاهده می‌شود که تمام متغیرها به‌جز سطح حقیقی دستمزد، در دوره مورد بررسی پایا هستند، زیرا مقدار سطح معناداری تمامی متغیرها به‌استثنای سطح دستمزد حقیقی کمتر از ۵٪ می‌باشد. لذا در قسمت بعد به شناسایی و کشف روش مناسب جهت تحلیل داده‌های آماری پرداخته می‌شود.

مدل اول

در ابتدا می‌بایست با استفاده از آزمون چاو یا F لیمر مشخص نمود که استفاده از مدل ترکیبی یا تلفیقی جهت تخمین ضرایب مدل اول تحقیق، مناسب است. نتایج این آزمون در جدول زیر آمده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

جدول (۲): نتایج آزمون چاو

| فرضیه صفر | آماره کای دو | سطح معناداری | نتیجه آزمون |
|-------------------------------------|--------------|--------------|----------------------------|
| استفاده از مدل داده‌های تلفیقی (پل) | ۲۰/۷۸۴ | ۰/۰۰۰ | فرضیه صفر آزمون رد می‌شود. |

منبع: یافته‌های تحقیق

مطابق آنچه در جدول شماره ۲ آمده است، نتیجه آزمون چاو، بیانگر این است که احتمال به دست آمده برای آماره کای دو کمتر از ۵ درصد است، لذا برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار خواهند گرفت. در ادامه نیز، با انجام آزمون هاسمن، ضرورت استفاده از روش اثرات ثابت یا تصادفی، بررسی خواهد شد.

جدول (۳): نتایج آزمون هاسمن

| فرضیه صفر | آماره کای دو | سطح معناداری | نتیجه آزمون |
|-----------------------------|--------------|--------------|-----------------------------|
| استفاده از مدل اثرات تصادفی | ۰/۰۰۰ | ۱/۰۰۰ | فرضیه صفر آزمون رد نمی‌شود. |

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به جدول فوق، سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵٪ است، لذا می‌بایست جهت برآورد ضرایب مدل مذکور، باید از مدل اثرات تصادفی استفاده نمود. نتیجه آزمون مدل فوق‌الذکر با استفاده از مدل اثرات تصادفی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) در جدول شماره زیر گزارش شده است.

جدول (۴): نتایج مدل اول

| نام متغیر | نماد | ضریب | انحراف معیار | آماره t | سطح معناداری |
|--------------------------------------|---------|--------|--------------|---------|--------------|
| مقدار ثابت | C | ۰/۰۱۴ | ۰/۵۸۲ | ۰/۰۲۵ | ۰/۹۷۹ |
| لگاریتم نسبت دولتی و خصوصی بودن شرکت | LOG(SD) | -۰/۴۵۰ | ۰/۰۴۹ | -۹/۰۶۵ | ۰/۰۰۰ |

| | | | | | |
|------------------------------------|----------------------|-------|--------|----------------------|---------------------------------|
| ۰/۰۷۶ | -۱/۷۷۴ | ۰/۰۲۴ | -۰/۰۴۳ | D | ورود شرکت به بازار بورس |
| ۰/۵۵۹ | ۰/۵۸۳ | ۰/۰۱۸ | ۰/۰۱۰ | LOG(TD) | لگاریتم تسهیلات بلندمدت |
| ۰/۵۵۹ | ۰/۵۴۲ | ۰/۲۷۳ | ۰/۱۴۷ | E | افزایش سرمایه از محل آورده نقدی |
| ۰/۰۲۶ | ۲/۲۲۳ | ۰/۰۳۸ | ۰/۰۸۵ | LOG(SI) | لگاریتم کل دارایی (اندازه شرکت) |
| ۰/۱۳۰ | ضریب تعیین | | ۹/۱۶۴ | آماره F | |
| ۰/۱۱۵ | ضریب تعیین تعدیل شده | | ۰/۰۰۰ | سطح معناداری آماره F | |
| رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس | | | | روش EGLS | |

منبع: یافته‌های تحقیق

در نتایج به دست آمده در جدول فوق، با توجه به این که آماره t متغیرهای مستقل اثر ورود بر بازار بورس، آورده نقدی و تسهیلات بانکی به ترتیب $-۱/۸۰$ ، $۰/۵۴۲$ و $۰/۵۸۳$ می‌باشد که کوچک‌تر از ناحیه بحرانی $۱\pm/۹۶$ می‌باشد و هر سه در فاصله اطمینان ۹۵% در ناحیه قبول فرضیه صفر قرار می‌گیرند؛ لذا هر سه متغیر با سطح معناداری ۵% تأثیری بر متغیر وابسته بهره‌وری کل عوامل تولید ندارد.

مدل دوم

در ابتدا می‌بایست با استفاده از آزمون چاو یا F لیمر مشخص نمود که استفاده از مدل ترکیبی یا تلفیقی جهت تخمین ضرایب مدل دوم تحقیق، مناسب است. نتایج این آزمون در جدول زیر گزارش شده است.

جدول (۵): نتایج آزمون چاو

| فرضیه صفر | آماره کای دو | سطح معناداری | نتیجه آزمون |
|-------------------------------------|--------------|--------------|----------------------------|
| استفاده از مدل داده‌های تلفیقی (پل) | ۰/۲۵۳ | ۰/۰۰۰ | فرضیه صفر آزمون رد می‌شود. |

منبع: یافته‌های تحقیق

مطابق آنچه در جدول شماره ۶ آمده است، نتیجه آزمون چاو، بیانگر این است که احتمال به دست آمده برای آماره کای دو کمتر از ۵ درصد است، لذا برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار خواهند گرفت. در ادامه نیز، با انجام آزمون هاسمن، ضرورت استفاده از روش اثرات ثابت یا تصادفی، بررسی خواهد شد.

جدول (۶): نتایج آزمون هاسمن

| فرضیه صفر | آماره کای دو | سطح معناداری | نتیجه آزمون |
|-----------------------------|--------------|--------------|-----------------------------|
| استفاده از مدل اثرات تصادفی | ۵/۴۴۰ | ۰/۴۸۸ | فرضیه صفر آزمون رد نمی‌شود. |

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به جدول فوق، سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵٪ است، لذا می‌بایست جهت برآورد ضرایب مدل مذکور، باید از مدل اثرات تصادفی استفاده نمود. نتیجه آزمون مدل فوق‌الذکر با استفاده از مدل اثرات تصادفی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) در جدول شماره زیر گزارش شده است.

جدول (۷): نتایج مدل دوم

| نام متغیر | نماد | ضریب | انحراف معیار | آماره t | سطح معناداری |
|---------------------------------|---------|--------|--------------|---------|--------------|
| مقدار ثابت | C | ۰/۷۴۴ | ۱/۳۸۷ | ۰/۵۳۶ | ۰/۵۹۲ |
| نرخ بهره حقیقی | RR | -۲/۰۵۸ | ۳/۴۵۵ | -۰/۵۹۵ | ۰/۵۵۳ |
| ورود شرکت به بازار بورس | D | -۰/۰۳۰ | ۰/۰۴۹ | -۰/۶۱۸ | ۰/۵۳۶ |
| لگاریتم تسهیلات بلندمدت | LOG(TD) | ۰/۰۵۶ | ۰/۰۲۵ | ۲/۲۲۰ | ۰/۰۲۷۳ |
| افزایش سرمایه از محل آورده نقدی | E | ۰/۳۴۴ | ۰/۴۳۳ | ۰/۷۹۴ | ۰/۴۲۷ |
| لگاریتم کل دارایی (اندازه شرکت) | LOG(SI) | ۰/۱۷۸ | ۰/۰۹۸ | ۱/۸۰۸ | ۰/۰۷۱ |

| | | | | | |
|------------------------------------|----------------------|-------|-------|----------------------|-------------------------------------|
| ۰/۰۰۰ | ۱۱/۵۵ | ۰/۴۸۳ | ۰/۵۵۹ | (I (-1)) | سرمایه‌گذاری دوره قبل |
| ۰/۰۰۷ | ۲/۶۸۴ | ۰/۰۷۰ | ۰/۱۸۹ | LOG(Q) | لگاریتم تولید و خدمات واقعی شرکت |
| ۰/۵۰ | ضریب تعیین | | ۳۷/۲۲ | آماره F | |
| ۰/۴۹ | ضریب تعیین تعدیل شده | | ۰/۰۰۰ | سطح معناداری آماره F | |
| رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس | | | | روش EGLS | |

منبع: یافته‌های تحقیق

در نتایج به دست آمده در جدول فوق، با توجه به این که آماره t متغیرهای مستقل اثر ورود بر بازار بورس و آورده نقدی به ترتیب ۱/۱۶۴ و ۰/۷۸۹ می‌باشد که کوچک‌تر از ناحیه بحرانی $\pm 1/96$ می‌باشد و هر دو در فاصله اطمینان ۹۵٪ در ناحیه قبول فرضیه صفر قرار می‌گیرند؛ لذا هر دو متغیر با سطح معناداری ۵٪ تأثیری بر متغیر وابسته سرمایه‌گذاری ندارد، اما تسهیلات بلندمدت در سطح معناداری ۵٪ اثر معناداری بر سرمایه‌گذاری دارد.

مدل سوم

در ابتدا می‌بایست با استفاده از آزمون چاو یا F لیمر مشخص نمود که استفاده از مدل ترکیبی یا تلفیقی جهت تخمین ضرایب مدل سوم تحقیق، مناسب است. نتایج این آزمون در جدول زیر گزارش شده است.

جدول (۸): نتایج آزمون چاو

| نتیجه آزمون | سطح معناداری | آماره کای دو | فرضیه صفر |
|----------------------------|--------------|--------------|-------------------------------------|
| فرضیه صفر آزمون رد می‌شود. | ۰/۰۰۰ | ۴۵/۲۷۵ | استفاده از مدل داده‌های تلفیقی (پل) |

منبع: یافته‌های تحقیق

مطابق آنچه در جدول شماره ۸ آمده است، نتیجه آزمون چاو، بیانگر این است که احتمال به دست آمده برای آماره کای دو کمتر از ۵ درصد است، لذا برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار خواهند گرفت. در ادامه نیز، با انجام آزمون هاسمن، ضرورت استفاده از روش اثرات ثابت یا تصادفی، بررسی خواهد شد.

جدول (۹): نتایج آزمون هاسمن

| فرضیه صفر | آماره کای دو | سطح معناداری | نتیجه آزمون |
|-----------------------------|--------------|--------------|-----------------------------|
| استفاده از مدل اثرات تصادفی | ۰/۴۱۷ | ۰/۹۹۴ | فرضیه صفر آزمون رد نمی‌شود. |

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به جدول فوق، سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵٪ است، لذا می‌بایست جهت برآورد ضرایب مدل مذکور، باید از مدل اثرات تصادفی استفاده نمود. نتیجه آزمون مدل فوق‌الذکر با استفاده از مدل اثرات تصادفی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) در جدول شماره ۱۰ گزارش شده است.

جدول (۱۰): نتایج مدل سوم

| نام متغیر | نماد | ضریب | انحراف معیار | آماره t | سطح معناداری |
|-------------------------------------|------------|--------|--------------|---------|--------------|
| مقدار ثابت | C | -۰/۰۲۶ | ۱/۴۳۱ | -۰/۰۱۸ | ۰/۹۸۵ |
| سطح دستمزد حقیقی | LOG(W) | -۰/۵۷۳ | ۰/۲۰۱ | -۲/۸۶۳ | ۰/۰۰۴ |
| ورود شرکت به بورس | D | ۰/۰۵۴ | ۰/۰۴۶ | ۱/۱۸۰ | ۰/۲۳۸ |
| لگاریتم تسهیلات بلندمدت | LOG(TD) | -۰/۰۴۳ | ۰/۰۲۳ | -۱/۸۱۳ | ۰/۰۷۰ |
| افزایش سرمایه از محل آورده نقدی | E | -۰/۲۴۶ | ۰/۳۳۳ | -۰/۷۳۸ | ۰/۴۶۰ |
| لگاریتم کل دارایی (اندازه شرکت) | LOG(SI) | ۰/۴۹۷ | ۰/۰۹۷ | ۵/۱۱۸ | ۰/۰۰۰ |
| لگاریتم تولید و خدمات واقعی شرکت در | LOG(Q)-(1) | ۰/۱۶۵ | ۰/۰۸۱ | ۲/۰۳۸ | ۰/۰۴۲ |

| | | | | |
|------------------------------------|----------------------|--------|----------------------|------------|
| | | | | دوره گذشته |
| ۰/۴۷ | ضریب تعیین | ۴۴/۴۷۱ | آماره F | |
| ۰/۴۶ | ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۰۰۰ | سطح معناداری آماره F | |
| رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس | | | روش EGLS | |

منبع: یافته‌های تحقیق

در نتایج به دست آمده در جدول فوق، با توجه به این که آماره t متغیرهای مستقل اثر ورود بر بازار بورس، آورده نقدی و تسهیلات بانکی به ترتیب $۰/۱،۶۴۷/۶۹۹$ و $-۱/۵۹۱$ می‌باشد که کوچک‌تر از ناحیه بحرانی $۱±/۹۶$ می‌باشد و هر سه در فاصله اطمینان ۹۵% در ناحیه قبول فرضیه صفر قرار می‌گیرند، لذا هر سه متغیر در سطح معناداری ۵% تأثیری بر متغیر وابسته اشتغال ندارد.

۵. خلاصه و نتیجه‌گیری

با توجه به این که در سال‌های اخیر شاهد رشد چشم‌گیر بازار سرمایه در کشور هستیم به طوری که طبق آمار در سال‌های ۹۷، ۹۸ و ۹۹ که شاهد رشد بازار سرمایه در کشور بودیم، تمایل شرکت‌ها برای ورود به بورس افزایش یافته و در سال ۱۳۹۷ تعداد عرضه اولیه‌ها ۶ شرکت بوده و در سال ۱۳۹۸ به ۹ شرکت افزایش یافت. در نیمه اول سال ۱۳۹۹ نیز که تقاضا در بازار رشد چشم‌گیری داشت، ۱۰ شرکت عرضه اولیه شدند که نسبت به سال‌های پیش، روندی افزایشی داشته است. لذا بررسی این که آیا تأمین مالی از بازار سهام بر عملکرد بنگاه‌هایی که اقدام به تأمین مالی از بازار سرمایه کرده‌اند مؤثر بوده است و آیا منجر به افزایش بهره‌وری کل عوامل تولید، اشتغال و افزایش سرمایه‌گذاری بنگاه‌های مورد بررسی شده است. طبق نتایج آزمون‌های صورت گرفته: ۱- آورده نقدی، ورود به بورس و تسهیلات بانکی اثر معناداری در سطح معناداری ۵% بر بهره‌وری کل عوامل تولید شرکت‌های مورد بررسی ندارد. ۲- آورده نقدی، ورود به بورس و تسهیلات بانکی اثر معناداری در سطح معناداری ۵% بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های مورد بررسی ندارد. ۳- آورده نقدی، ورود به بورس و تسهیلات بانکی بلندمدت اثر معناداری در سطح معناداری ۵% بر اشتغال شرکت‌های مورد بررسی ندارد.

جدول (۱۱): سهم بازار اولیه و ثانویه در تأمین مالی

| بازار ثانویه / میلیارد ریال | بازار اولیه / میلیارد ریال | عنوان سال |
|-----------------------------|----------------------------|--------------|
| ۳۲۲۰۳۷۴ | ۱۷۳۴ | ۱۳۹۵ |
| ۳۸۲۲۸۵۶ | ۴۳۰۷ | ۱۳۹۶ |
| ۶۹۳۷۲۶۹ | ۱۲۴۰۸ | ۱۳۹۷ |
| ۱۸۹۵۹۲۲۹ | ۳۰۱۱۱ | ۱۳۹۸ |
| ۵۳۳۲۷۳۳۵ | ۱۴۶۵۳۷ | ۱۳۹۹ |

منبع: سازمان بورس

طبق نتایج پژوهش، مشخص شد که تأمین مالی از بازار سرمایه نقش مهمی در سرمایه‌گذاری، بهره‌وری کل عوامل تولید و اشتغال شرکت‌ها نداشته است که دلیل آن سهم ناچیز بازار اولیه در مقایسه با بازار ثانویه است. لذا می‌بایست در جهت افزایش سهم بازار اولیه با اعمال قوانینی و الزاماتی سهم بازار ثانویه را کاهش داد؛ یکی از ابزارهایی که در دنیا جهت کنترل فعالیت‌های سفته‌بازانه انجام می‌شود اعمال مالیات است؛ که می‌بایست مورد بررسی و پژوهش قرار گیرد که آیا اعمال این سیاست در ایران نیز موفق خواهد بود یا خیر.

References

- Carpenter, R., & Petersen, B. (2002). Is the growth of small firms constrained by internal finance. *The Review of Economics and Statistics*, 84(2), 298-309.
- Cavalcanti, T., & Vaz, P. (2017). Access to long-term credit and productivity of small and medium firms: Acausal evidence. *Economic Letters*, 15(3), 21-25.

Coeurderoy, R. (2000). Are there Legal Determinants of Capital Structure? A European Comparison. *Paper Presented at ISNIE 2000 Conference in Tübingen, 22-24.*

Diamond, D. W. (1984). *Financial intermediation and delegated monitoring*. The review of economic studies, 51(3), 393-414.

Elsas, R., & Florysiak, David. (2011). Heterogeneity in the Speed of Adjustment toward Target Leverage. *Financing and capital structure*, 11(2), 181-211.

Fadaeinezhad, M.; Osoolian, M., & Shams, P. (2019). A Study of the Relationship between Cash Flow and Capital Structure. *Al-Zahra University Financial Management Strategy Quarterly*, 34(9), 61-78. (in Persian)

Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and Development*. Yale University Press, New Haven.

Homstrom, B., & Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Political Economy*, 101(4), 678-709.

Hovakimian, A.; Opler, T., & Titman, Sh. (2001). The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1 – 24.

Khazaei, A.; Tehranchian, A. M.; Jafari-Samimi, A., & Talebloo, R. (2017). The Effects of Debt Financing on Manufacturing Firms' Performance in Iran. *Economic research*, 52(2), 287-312. (in Persian)

King, R. G., & Levine, R. (1993). *Financial intermediation and economic development*, Cambridge university press, New York.

Levine, R. (2002). Industry growth and capital allocation: Does having a Market-or Bank-based system matter. *Journal of financial economics*, 64(2), 537-558.

Mare, D.S.; Nicola, F.D., & Miguel. f. (2020). Financial Structure and Firm Innovation: Evidence from around the World. *World bank group Policy Research Working Paper*.

Mayer, S.; Morellec, E., & Gryglewicz, S. (2021). Optimal Financing with Tokens. *Journal of Financial Economics*, 142(3), 1038-1067

Mirlohi, S. M.; Tehrani, M.; Lotfi, A., & Ghostin Roodi, M. (2018). Investigating the Capital Structure and its impact on stock returns of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies*, 5 (20), 173-176. (in Persian)

Modigliani, F., & Miller, H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.

Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Mollah Nazari, M.; Hejazi, R., & Sahraei, M. (2010). Investigating the relationship between financing methods (external sources) and the success and failure of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *The financial accounting and auditing researcher*, 2(6), 65-86. (in Persian)

Nguyen, T.H., & Nguyen, H.A. (2020). Capital structure and firm performance of non-financial listed companies: cross-sector empirical evidences from Vietnam. *Accounting*, 6(2), 137-150.

Obstfeld, M. (1994). Evaluating risky consumption paths: the role of intertemporal substitutability. *European Economic Review*, 38(7), 1471-1486.

Rajan, R. G. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arms length debt. *Journal of Finance*, 47(2), 1367-1400.

Schumpeter, J. A. (1934). *The theory of economic development*. Harvard University Press.

Tahriri, A.; Bozh Mehrani, M., & Nazari, H. (2019). Capital Structure and Stock Liquidity: Experimental Test of the Trade-off Theory Versus the Peeking Order Theory. *Financial Research Journal*, 21(3), 472- 492. (in Persian)

Vătavu, S. (2015). The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies. *Procedia Economics and Finance*, 32(2015), 1314 – 1322

Vijayakumaran, S., & Vijayakumaran, R. (2019). Corporate governance and capital structure decisions: evidence from Chinese listed companies. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(3), 67-79

