

Investigating the Effects of Market Frictions on Financial Constraints with Emphasis on Political Connection

Mohammad Omid Akhgar*

Assistant professor in accounting, Humanities and social science, University of Kurdistan, Sanandaj, Iran

Fatemeh Koranii

M.A. in accounting, Humanities and Social science, University of Kurdistan, Sanandaj, Iran

Abstract

This study investigate the effect of market frictions on financial constraints with emphasize on political connections and corporate governance. Based on Deng et, al (2017), factors of market frictions are information asymmetry, stock trading illiquidity and investor sentiment. Spread model is used for calculating the information asymmetry, stock turnover rates is used as proxy for stock trading illiquidity and investor sentiment. Also, WW index is used for calculating the financial constraints. In order conduct this study using the systematic sampling approach, 159 firms selected as a final sample during 2010-2017. In order to investigate the relationship between variables, multivariable OLS regression approach is used. For testing hypotheses we used Panel Data with Fixed Effects approach. The results show that there is a significant relationship between market frictions and financial constraints, namely market frictions increase the financial constraints. Existence of political connections increase the effect of stock trading illiquidity and investor sentiment on financial constraints. Also, existence of political connections are effective means in the relationship between information asymmetry and financial constraints and decrease this effect. In fact, the effect of political connections on the relationship between market frictions and financial constraints depends on firms conditions.

Keywords: Financial Constraints, Market Frictions, Information Asymmetry, Stock Trading Illiquidity, Investor Sentiment, Political Connections,

*M.o.akhgar@gmail.com

پژوهش‌های حسابداری مالی
سال یازدهم، شماره دوم، پیاپی (۴۰)، تابستان ۱۳۹۸
تاریخ وصول: ۱۳۹۷/۰۸/۱۵
تاریخ بازنگری: ۱۳۹۷/۱۰/۲۳ و ۱۳۹۸/۰۴/۰۹
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۴/۲۲
صص: ۱۷-۳۷

بررسی تأثیر اصطکاک‌های بازار بر محدودیت مالی با تأکید بر ارتباط‌های سیاسی

محمد امید اخگر^۱، فاطمه کرانی**

* استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه کردستان، سنندج، ایران

m.o.akhgar@gmail.com

** کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه کردستان، سنندج، ایران

atena.korani@gmail.com

چکیده

این پژوهش به بررسی رابطه بین اصطکاک‌های بازار و محدودیت‌های مالی با تأکید بر ارتباطات سیاسی می‌پردازد. مطابق پژوهش دنگ و همکاران (۲۰۱۷) برای اندازه‌گیری اصطکاک‌های بازار از سه پارامتر عدم تقارن اطلاعاتی، ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران استفاده شده است. برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از مدل spread و برای محاسبه دو پارامتر ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران از معیار نرخ گردش سهام استفاده شده است. همچنین، متغیر محدودیت مالی با استفاده از شاخص WW اندازه‌گیری شده است. به منظور دستیابی به هدف پژوهش، تعداد ۱۵۹ شرکت از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۵ به روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب شده است. در این پژوهش با اجرای الگوی رگرسیون با استفاده از روش اثرات ثابت و داده‌های تابلویی، به بررسی روابط بین متغیرها پرداخته شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهند که بین محدودیت مالی و اصطکاک‌های بازار رابطه معناداری وجود دارد، در واقع اصطکاک‌های بازار باعث افزایش محدودیت مالی می‌شوند. وجود ارتباط‌های سیاسی باعث افزایش اثر ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران بر محدودیت مالی می‌شود. همچنین وجود ارتباط‌های سیاسی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت مالی نیز مؤثر است و باعث کاهش اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر محدودیت مالی می‌شود. در واقع تأثیر ارتباطات سیاسی بر رابطه اصطکاک‌های بازار و محدودیت مالی به شرایط حاکم بر شرکت بستگی دارد.

واژه‌های کلیدی: محدودیت مالی، اصطکاک‌های بازار، عدم تقارن اطلاعاتی، ناپایداری معاملات سهام، اعتماد سرمایه‌گذاران، ارتباط‌های سیاسی

مقدمه

نارسایی‌های موجود در بازار سرمایه ایران، رویارویی شرکت‌ها با محدودیت مالی را اجتناب‌ناپذیر کرده است. مسئله مهم در این شرایط، نحوه تصمیم‌گیری شرکت‌هاست. به این امر با توجه به وظیفه اصلی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نقش مهم این شرکت‌ها در اقتصاد کشور، بیشتر توجه می‌شود. محدودیت مالی عبارت است از محدودیت‌هایی که مانع تأمین همه وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری‌های مطلوب شرکت‌ها می‌شود [۱۵].

وقتی تفاوت بین هزینه‌های داخلی و خارجی وجوه سرمایه‌گذاری در یک شرکت زیاد است، آن شرکت از نظر مالی، محدودیت بیشتری دارد. اگر هنگام تخصیص بودجه هزینه‌های داخلی و خارجی برای شرکت، اصطکاک‌های بازار، مشکلی در رابطه با همین عرضه سرمایه ایجاد کند، شرکت دچار محدودیت مالی می‌شود [۳۶]. طبق پژوهش دنگ [۲۸]، اصطکاک‌های بازار عبارت‌اند از عدم تقارن اطلاعاتی، ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش می‌یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای سهام مدنظر قائل می‌شوند، متفاوت خواهد بود؛ در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت [۲۹].

عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران ممکن است مانع سرمایه‌گذاری کارا شود؛ زیرا مدیران درصدد حداکثرکردن منافع شخصی‌شان‌اند و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب می‌کنند که ممکن است به بهترین شکل، منافع سهامداران را تأمین نکند و محدودیت مالی ایجاد کند [۲۳].

طبق پژوهش‌های انجام‌شده، میزان روابط سیاسی از عواملی است که به‌طور بالقوه می‌تواند در

محدودیت مالی اثرگذار باشد. ارتباط‌های سیاسی برای توصیف رابطه نزدیک بین دولت یا سیاستمداران با شرکت‌ها استفاده می‌شوند. شرکت‌ها به برقراری ارتباط نزدیک با دولت و سیاستمداران تمایل زیادی دارند؛ زیرا این روابط، منافع زیادی نظیر امتیاز دسترسی به بازار، تخفیف‌های مالیاتی، دسترسی آسان‌تر به اعتبارات، یارانه‌های دولتی و ... در پی دارد. این نوع بافت اقتصادی در سطح یک جامعه، اقتصاد مبتنی بر رابطه نامیده می‌شود [۲۶]؛ بنابراین، ارتباط‌های سیاسی در میزان اثرگذاری اصطکاک‌های بازار بر محدودیت مالی مؤثرند.

در زمینه بررسی رابطه بین اصطکاک‌های بازار و محدودیت مالی و همچنین اثر تعدیلی ارتباط‌های سیاسی بر این روابط، مطالعه‌ای صورت گرفته است. بررسی ارتباط این عوامل در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نیاز است. بر همین اساس، هدف پژوهش حاضر، شناسایی تأثیر اصطکاک‌های بازار بر محدودیت مالی با توجه به ارتباط‌های سیاسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در زمان حاضر، محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط درحال رشد و رقابتی است و شرکت‌ها نیز برای پیشرفت و رشد، به توسعه فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری جدید نیاز دارند. سرمایه‌گذاری‌های جدید به تأمین منابع مالی و وجوه نقد لازم نیازمندند؛ اما شرکت در تأمین این منابع معمولاً با محدودیت‌هایی روبه‌رو است. بحث محدودیت مالی یکی از موضوعات مهم و اساسی پیش روی تمام شرکت‌ها است. تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری و تأمین مالی از جمله عوامل اصلی رقابت و تداوم بقا در دنیای کنونی بوده است و باید

برون سازمانی وجوه تخصیص داده شده خود با یک شکاف روبه‌رو باشند [۳۰].

همان‌طور که ذکر شد طبق پژوهش کاپلن و زینگلاس، محدودیت مالی هنگامی به وجود می‌آید که شرکت موقع تخصیص بودجه هزینه‌های داخلی و خارجی، مشکلی توسط اصطکاک‌های بازار در رابطه با همین عرضه سرمایه برای آن ایجاد شود. در این پژوهش، اصطکاک‌های بازار مطابق پژوهش دنگ [۲۸] عبارت‌اند از سه پارامتر عدم تقارن اطلاعاتی، ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران.

اصطکاک‌های بازار اینگونه تعریف می‌شوند که اگر در قسمتی از بازار، اضافه عرضه (یا تقاضا) وجود داشته باشد، بازار (کارا) این اضافه عرضه (یا تقاضا) را برطرف می‌کند یا اگر قیمت سهامی بیش از قیمت ذاتی باشد، عموم به سرعت، متوجه و باعث رسیدن به ارزش ذاتی آن می‌شوند؛ اما با وقوع بحران‌ها و فزونی عرضه بر تقاضا و نرسیدن اقتصاد به یک نقطه تعادل یا ایجاد وقفه‌هایی در رسیدن به تعادل، این وقفه‌ها همان اصطکاک‌های بازار می‌شوند [۱۲].

پژوهشگران بسیاری در این زمینه مطالعه کرده‌اند که به برجسته‌ترین آنها، مارکوس برونومیئر^۱ اشاره می‌شود [۴۰]. او به اصطکاک اقتصاد، اشاره و آثار آن را در بازارهای مالی بررسی می‌کند. مدل‌های تعادل عمومی پویای تصادفی کینزی جدید، ابزار اصلی اقتصاد کلان مدرن است. این مدل محصول اصلی سنتز جدید نئوکلاسیک [۳۳] و شامل معرفی طیف گسترده‌ای از نواقص ادبیات کینزی جدید در چارچوب اقتصاد کلان است. مدل‌های اولیه کینزی جدید، مانند مدل CGG^۲، نواقص بازار کالا و چسبندگی‌های اسمی را در نظر می‌گرفتند؛ اما بازار مالی و نواقص آن را نادیده می‌گرفتند. در اواخر دهه ۱۹۹۰، اجزای بازارهای مالی و اصطکاک مالی با

با هدف حداکثرکردن ارزش و رشد شرکت اتخاذ شود. اختصاص منابع مالی عمده به پروژه‌های سرمایه‌گذاری، به اتخاذ استراتژی‌های تأمین مالی از سوی شرکت‌ها نیازمند است که روی ساختار مطلوب سرمایه مؤثر خواهد بود. نکته مهم اینکه استفاده از استراتژی‌های تأمین مالی، همیشه به‌سادگی امکان‌پذیر نیست و شرکت‌ها در این خصوص با منابع مالی محدود در ارتباط‌اند و محدودیت مالی دارند. وابستگی سرمایه‌گذاری به منابع داخلی مطلوب نیست؛ به دلیل اینکه تأمین مالی خارجی پرهزینه است و از تئوری‌های بازارهای کامل فاصله دارد. همچنین، ممکن است شرکت‌ها به دلیل نوسان در جریان‌های نقدی داخلی، بعضی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را رد کنند یا به تعویق بیندازند که در این صورت، به‌نوعی دچار محدودیت مالی شده‌اند [۴۱].

بیشتر بنگاه‌های تجاری و غیرتجاری در تأمین منابع مالی محدودیت دارند. برای تقسیم‌بندی شرکت‌ها از نظر محدودیت‌های تأمین مالی، باید محدودیت مالی را تعریف کرد. برای محدودیت‌های مالی، تعاریف متعددی بیان شده است که در ادامه چند نمونه از تعاریف ارائه می‌شوند. محدودیت مالی عبارت است از محدودیت‌هایی که مانع تأمین همه وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری‌های مطلوب شرکت‌ها می‌شود [۱۵]. شرکتی محدودیت مالی دارد که دسترسی آن به بازار سرمایه محدود است و تأمین مالی خارجی، هزینه‌های اضافی برای آن در بر دارد [۲۱]. اگر برای شرکت، هنگام تخصیص بودجه هزینه‌های داخلی و خارجی، اصطکاک‌های بازار، مشکلی در رابطه با همین عرضه سرمایه ایجاد کند، شرکت دچار محدودیت مالی می‌شود [۳۷].

کامل‌ترین و صریح‌ترین تعریف در این مورد، این است که شرکت‌هایی دچار محدودیت در تأمین مالی‌اند که بین مصارف درون سازمانی و مصارف

^۱ Markus K. Brunnermeier,

^۲ Clarida-Gali-Gertler

مدل‌های تعادل عمومی پویای تصادفی کینزی جدید ترکیب شد. آنچه در تبادلات مالی تداخل ایجاد می‌کند، اصطکاک مالی در نظر گرفته می‌شود که می‌تواند افزایش هزینه‌های دریافت وام (تأمین مالی بیرونی) برای سرمایه‌گذار را سبب شود.

همان‌طور که بیان شد اصطکاک‌های بازار عبارت‌اند از عدم تقارن اطلاعاتی، ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران.

عدم تقارن اطلاعاتی به این شکل بیان می‌شود: عدم تقارن اطلاعاتی هنگامی به وجود می‌آید که یکی از طرفین معامله نسبت به طرف مقابل اطلاعات بیشتری در اختیار داشته باشد. این امر به دلایل مختلف از جمله وجود سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در مقابل سرمایه‌گذاران خرد، وجود معاملات و دسترسی داشتن به اطلاعات بیشتر اتفاق می‌افتد. اسپنس خاطر نشان می‌کند واسطه‌های مطلع، با انتقال اطلاعات محرمانه خود به واسطه‌های کم‌اطلاع، درآمد بازار خود را بیشتر می‌کنند. آکرلوف نشان داد عدم تقارن اطلاعاتی، گزینش مغایر در بازارها را افزایش می‌دهد که این امر قبل از وقوع معامله برای افراد به وجود می‌آید. آکرلوف، بازاری را به تصویر می‌کشد که در آن، فروشنده نسبت به خریدار اطلاعات بیشتری در اختیار دارد؛ البته حسابداران برای کاهش مشکل گزینش مغایر، سیاست افشای کامل را پذیرفته‌اند تا میزان اطلاعات در اختیار عموم افزایش یابد [۲۰].

یکی از عوامل مهم در تصمیم‌گیری صحیح سهامداران شرکت‌ها، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم در ارتباط با سرمایه‌گذاری یا عدم سرمایه‌گذاری است که اگر به‌درستی فراهم و پردازش نشوند، اثرات منفی برای فرد یا نهاد تصمیم‌گیرنده خواهد داشت. همچنین، نوع و چگونگی دستیابی به اطلاعات نیز مهم است. در

صورتی که اطلاعات لازم به‌صورتی نامتقارن بین سهامداران توزیع شود، (انتقال اطلاعات به‌صورت نابرابر بین سهامداران صورت گیرد)، نتایج متفاوتی را نسبت به تصمیم‌گیری در ارتباط با یک موضوع واحد سبب می‌شود؛ بنابراین، قبل از اینکه اطلاعات برای سرمایه‌گذاران، سهامداران و سایر ذی‌نفعان مهم باشد، این کیفیت و توزیع اطلاعات است که باید به‌صورت دقیق ارزیابی شود [۱۴].

پیامدهای نامطلوب وجود عدم تقارن اطلاعاتی، نظیر مشارکت حداقلی سرمایه‌گذاران، هزینه معاملات بالا، بازارهای رقیق و کاهش سود ناشی از معاملات، شرکت‌ها را به محدودیت مالی و کمبود منابع دچار می‌کند. با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، بانک‌ها و سرمایه‌گذاران اعتماد خود را نسبت به شرکت از دست می‌دهند و از ارائه تسهیلات و سرمایه‌گذاری در شرکت مدنظر خودداری می‌کنند که در این صورت، شرکت دچار محدودیت مالی و کمبود منابع می‌شود [۹].

همان‌طور که ذکر شد، پارامتر دیگر اصطکاک‌های بازار، اعتماد سرمایه‌گذاران است. اصولاً سرمایه‌گذاران باید بررسی‌های وسیعی موقع سرمایه‌گذاری در مکانیزم معاملات در شرکت‌های سرمایه‌گذاری آشنایی کامل داشته باشند. اگر سرمایه‌گذاران بررسی‌های لازم را موقع سرمایه‌گذاری انجام دهند، احتمالاً نتیجه مطلوبی از سرمایه‌گذاری خواهند گرفت. همین امر، میل و رغبت آنها به سرمایه‌گذاری در بورس را افزایش می‌دهد. در واقع اعتماد آنان به سرمایه‌گذاری در بورس، جلب و در نتیجه، افزایش سرمایه‌گذاری‌ها و به تبع آن توسعه اقتصادی را سبب می‌شود [۱۱].

اعتماد سرمایه‌گذاران از عوامل مهم در تأمین مالی شرکت‌ها و در واقع، عامل افزایش سرمایه‌گذاری و در

عوامل مختلفی بر رابطه بین اصطکاک‌های بازار و محدودیت مالی تأثیر دارند؛ از جمله ارتباط‌های سیاسی. طبق پژوهش دنگ، شرکت‌ها در مواجهه با اصطکاک‌های بازار به صورتی محدود نمی‌شوند که انتظار می‌رود دچار محدودیت مالی شوند؛ زیرا این شرکت‌ها ارتباطات سیاسی قوی دارند که هزینه اصطکاک‌های بازار را کاهش می‌دهند [۲۸]. شرکت‌ها لازم است در کنار توجه به اصطکاک‌های بازار، ارتباطات سیاسی را نیز از عوامل مؤثر بر محدودیت مالی در نظر بگیرند. حوزه میان‌رشته‌ای ارتباط‌های سیاسی که دو زمینه اصلی در علوم اجتماعی، یعنی ارتباطات و علم سیاست را به هم پیوند می‌دهد، از لحاظ پیشینه مطالعاتی و علمی قلمرویی نسبتاً جدید به شمار می‌رود. آغاز این حوزه، از منظر آکادمیک، به مطالعات پژوهشی و علمی دهه ۱۹۵۰ و پس از جنگ جهانی دوم به‌ویژه مطالعات هارولد لاسون در زمینه پروپاگاندا (تبلیغات سیاسی) بازمی‌گردد. در واقع، ارتباط‌های سیاسی حوزه‌ای است که نقش‌ها و تأثیر شکل‌های متنوع ارتباطات، به‌ویژه ارتباطات جمعی (رسانه‌ها) در زمینه‌ها و روندهای سیاسی در سطوح داخلی و خارجی کشورها را به‌طور علمی مطالعه می‌کند. ارتباط‌های سیاسی به معنای انتقال اطلاعات سیاسی از بخش‌های سیاسی به بخش‌های اجتماعی است و بر تعامل متقابل رسانه‌ها و سیاستمداران تأکید دارد. اطلاعات مناسب به مسائل واقعی، مثلاً آنچه اتفاق افتاده است و همچنین، به انتقال اندیشه‌ها، ارزش‌ها و نگرش‌ها مربوط می‌شود [۶].

از نظر ساختاری، ارتباط‌های سیاسی بخشی از نظام سیاسی نیست؛ بلکه جزئی جدایی‌ناپذیر از نظام ارتباطات جامعه است. الگوهای ارتباطی معینی ممکن است کمابیش سیاسی در نظر گرفته شوند؛ به‌علت آنکه سیاست، مسئله اساسی شایان توجه آنهاست.

نتیجه، کاهش محدودیت مالی است. توسعه سرمایه‌گذاری، جذب سرمایه‌های غیرکارا و هدایت آنها به بخش‌های مولد اقتصادی را موجب شده است و همچنین، با توجه به جهت‌گیری سرمایه‌گذاران (مبتنی بر ریسک و بازده)، سرمایه‌گذاران در صنایعی هدایت خواهند شد که سود بیشتر با ریسک کمتر دارد؛ این امر موجب تخصیص بهینه در منابع و رفع محدودیت مالی خواهد شد. جلب اعتماد سرمایه‌گذاران نیز برای برنامه‌ریزان مالی اهمیت بسیار زیادی دارد؛ زیرا درک صحیح از رفتار سرمایه‌گذاران در بازار می‌تواند به برنامه‌ریزان مالی بازار در تدوین استراتژی تجهیز و تخصیص منابع مالی و رفع محدودیت‌های مالی کمک شایانی کند [۱۳].

پارامتر دیگر اصطکاک‌های بازار، ناپایداری معاملات سهام است. ناپایداری معاملات سهام با نوسانات حجم معاملات مرتبط است. حجم معاملات می‌تواند نماینده سطح علاقه سرمایه‌گذاران به یک سهم باشد. حجم معاملات نمایشی از علایق و تمایلات سرمایه‌گذاران به سهام است و قیمت‌ها تأثیر گرفته از این علایق و تمایلات سرمایه‌گذاران به سهام‌اند و قیمت‌ها با تأثیر از این علایق و تمایلات حرکت می‌کنند. قیمت سهام بیشتر بیان‌کننده انتظارات بازار از وضعیت اقتصادی شرکت‌هاست؛ از این‌رو شاخص‌های بازار نمایان‌کننده وضعیت و عملکرد آتی کل اقتصادند [۴۳]. سهام‌داران، سیاست‌گذاران و مدیران مالی شرکت‌ها با تحلیل رابطه بین شاخص قیمت سهام و حجم معاملات در بازار سهام برای حرکت بازار، درجه ریسک و نقدینگی را به شکل صحیح پیش‌بینی خواهند کرد؛ بنابراین، سهام‌داران قادر خواهند بود در خرید و فروش حجم مشخصی از سهام در زمان معین، استراتژی صحیحی به کار ببرند و در رفع کمبود منابع و محدودیت مالی نقش ویژه‌ای داشته باشند [۱۰].

نشست‌های هیئت دولت یا جلسات گفت‌وگو میان رئیس جمهور، مشاوران و وزیران، مثال‌های آشکاری از ارتباط‌های سیاسی است؛ اما فرایندها یا مجراهای ارتباطی استفادشده آنها به‌طور مشخص سیاسی نیستند؛ هرچند در بسیاری از کشورهای غیردموکراتیک، رسانه‌ها کاملاً در کنترل دولت قرار دارند [۲۰].

کبین دنگ [۲۸]، در پژوهشی با موضوع «ارتباط‌های سیاسی، اصطکاک‌های بازار و محدودیت مالی» رابطه بین محدودیت مالی و اصطکاک‌های بازار و تأثیر ارتباط‌های سیاسی بر این رابطه را بررسی کردند و دریافتند اصطکاک‌های بازار، افزایش محدودیت‌های مالی و ارتباط‌های سیاسی بالا، کاهش اثر اصطکاک‌های بازار بر محدودیت مالی را سبب می‌شوند.

افلاطونی [۱۹] در پژوهش خود نشان داد با افزایش دارایی‌های وثیقه‌ای، میزان تأمین مالی از محل بدهی‌ها افزایش می‌یابد و به تبع آن، میزان سرمایه‌گذاری شرکت زیاد می‌شود. افزایش حجم دارایی‌های وثیقه‌ای، به تسهیل در تأمین اعتبار منجر می‌شود که این امر، محدودیت‌های مالی ایجادشده را تا حدودی رفع می‌کند.

وانگ و همکاران [۴۴] در پژوهش خود بیان می‌کنند در زمان رونق اقتصادی که انتظار مدیریت از سود، کمتر از متوسط صنعت باشد یا شرکت تحت تأثیر فشار رقابتی قرار گیرد، واحدهای تجاری، سود افزایشی خود را مدیریت می‌کنند. در شرایط رکود اقتصادی انتظار می‌رود میزان رشد فروش و میزان سرمایه‌گذاری‌ها در شرکت کاهش یابد. به این ترتیب، شرکت‌های با محدودیت مالی به دنبال افزایش قیمت محصول خود برای تأمین وجه نقد لازم شرکت‌اند و در نتیجه، این شرکت‌ها مزیت رقابتی کمتری دارند.

گارسیا و میراسوگورب [۳۴] در پژوهش خود بیان می‌کنند شرکت‌های با محدودیت مالی، تمایل دارند وجوه نقد خود را نخست برای تأمین مالی طرح‌های سودآور و سپس در دارایی‌های ثابت یا سرمایه در گردش سرمایه‌گذاری کنند. آنها وجوه نقد خود را به‌گونه‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند که تضمینی برای دریافت وام جدید به حساب آید. شرکت‌ها به دلیل مشکلات تأمین مالی که در آینده با آنها مواجه خواهند شد، به افزایش دارایی‌های ثابت مشهود تمایل بیشتری دارند.

نوردن و همکاران [۴۲] در پژوهشی اینکه چگونه محدودیت مالی شرکت‌های خصوصی به رفتار وام‌دهی بانک‌ها بستگی دارد را بررسی کردند. آنها با استفاده از مجموعه داده‌های منحصربه‌فرد از شرکت‌های خصوصی کوچک و متوسط نتیجه گرفتند افزایش در استقراض‌های رابطه‌ای (خویشاوندی) از بانک‌های دولتی محلی به‌طور چشمگیری محدودیت مالی شرکت‌ها را کاهش می‌دهد؛ درحالی‌که تأثیر چنین حالتی برای بانک‌های متعلق به بخش خصوصی وجود ندارد.

یانگ و همکاران [۴۵] در پژوهشی تأثیر محدودیت مالی و هزینه نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند که نتایج آن نشان داد شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد بیش از حد مطلوب دارند، بیشتر احتمال دارد بیش سرمایه‌گذاری کنند و دلیل آن، هزینه‌های نمایندگی است؛ درحالی‌که شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد کمتر از حد مطلوب دارند، به کم سرمایه‌گذاری تمایل دارند و علت آن، محدودیت‌های مالی است.

بوهمن و بارتلی [۲۴] در پژوهش خود، بازده شرکت‌های با تأخیر بالا نسبت به شرکت‌های با تأخیر پایین را بررسی کردند و نتیجه پژوهش آنها نشان می‌دهد بازده‌های تعدیلی غیرمنتظره با اصطکاک

بازار مرتبط است که مانعی برای قیمت‌گذاری درست اطلاعات موجود است.

هوو و ماسکوویتز در پژوهش خود، رابطه بین اصطکاک بازار در تأخیر قیمت سهام و توانایی پیش‌بینی بازده‌های آتی را بررسی کردند. آنها نتیجه گرفتند شرکت‌هایی که در آنها قیمت نسبت به اطلاعات منتشرشده با تأخیر عکس‌العمل نشان می‌دهد، صرف بازدهی کسب می‌کنند که با مدل ارزش‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای یا مدل‌های چندعاملی فاما، فرنچ و کارهات و همچنین، با معیارهای شناخته‌شده ریسک تشریح‌پذیر نیست.

مندلسون و آمیهود [۲۱]، شواهدی ارائه می‌دهند که در آن، بازده سهام، منعکس‌کننده اثرات اصطکاک بازار است. بررسی‌های تجربی نشان می‌دهد تفاوت قیمت عرضه و تقاضا بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد. همچنین، آنها نشان می‌دهند سهامی مایل به کسب بازدهی بیشتر است که در آن، تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش بالاتر است.

اعتمادی و احمدی گورجی [۳] با استفاده از اطلاعات مالی ۱۳۵ شرکت و مدل رگرسیون پانل برای دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰، اثر ارتباط سیاسی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های فعال و جذب منابع مالی در بورس تهران را بررسی کردند و نتیجه گرفتند ارتباط سیاسی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مؤثر بوده و کاهش محدودیت جریان تأمین مالی شرکت‌ها را سبب شده است.

ره‌نورد [۸]، رابطه بین ارتباط سیاسی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرد. نتایج نشان داد بین ارتباط‌های سیاسی، نسبت بازده دارایی‌ها و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

مهدی پدرام راد [۱۷]، در پژوهشی طی دوره ۱۳۹۲-۱۳۸۰، رابطه عوامل ایجادکننده اصطکاک

تأخیر در انعکاس اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده است. براساس نتایج به‌دست‌آمده، شرکت‌هایی که اطلاعات با تأخیر زیاد در قیمت سهام آنها منعکس می‌شود، صرف بازدهی کسب می‌کنند که با استفاده از عوامل ریسک شناخته‌شده نمی‌توان توصیف کرد. همچنین، تأخیر در انعکاس اطلاعات تا حدی توضیح‌دهنده بازدهی عامل ریسک اندازه است.

رئیس‌زاده و جعفرنژاد ثانی [۹] نتیجه گرفتند عدم تقارن اطلاعاتی، اثر مثبت و معناداری بر محدودیت مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس دارد؛ یعنی هرچه میزان عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد، محدودیت مالی شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد.

حسینی‌نیا و قنبری [۵] در پژوهش خود، برای محاسبه محدودیت مالی، از شاخص WW که با ایتد ارائه شده است و برای محاسبه نقدشوندگی سهام، از چهار معیار اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام استفاده کردند. آنها با نمونه‌ای متشکل از ۱۲۷ شرکت، نتیجه گرفتند محدودیت مالی با نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنادار دارد؛ یعنی با افزایش محدودیت مالی، میزان نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی (۱) اصطکاک‌های بازار بر محدودیت مالی تأثیر دارند.

فرضیه فرعی (۱) عدم تقارن اطلاعاتی بر محدودیت مالی تأثیر دارد.

فرضیه فرعی (۲) ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران بر محدودیت مالی تأثیر دارند.

فرضیه اصلی (۲) وجود ارتباط‌های سیاسی بر رابطه بین اصطکاک‌های بازار و محدودیت مالی تأثیر دارد.

۱. جزء شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها و مؤسسات مالی)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشند.
 ۲. در طی دوره بررسی‌شده (۱۳۹۵-۱۳۸۹)، در بورس اوراق بهادار فعالیت داشته باشند.
 ۳. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
 ۴. در طی قلمرو زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداشته باشند.
 ۵. اطلاعات مالی آنها در دسترس باشد.
- با توجه به شرایط ذکرشده، تعداد ۱۵۹ شرکت، نمونه آماری در نظر گرفته شد.

مدل پژوهش

در این پژوهش، به منظور آزمون فرضیه‌های فرعی اول و دوم که برای آزمون فرضیه اصلی اول تدوین شده‌اند، از رابطه (۱)، به پیروی از پژوهش دنگ [۲۸] استفاده شده است.

$$WW_{i,t} = \alpha + \beta_1 MF_{i,t} + \beta_2 Age_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Leverage_{i,t} + \beta_5 Q\ Tobin_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

به منظور آزمون فرضیه‌های فرعی سوم و چهارم که برای آزمون فرضیه اصلی دوم تدوین شده‌اند، از رابطه (۲)، به پیروی از پژوهش دنگ [۲۸] استفاده شده است.

$WW_{i,t} = \alpha + \beta_1 MF_{i,t} + \beta_2 PC_{i,t} + \beta_3 (MF_{i,t} * PC_{i,t}) + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \beta_7 Q\ Tobin_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$	رابطه (۲)
---	-----------

- فرضیه فرعی (۳) وجود ارتباط‌های سیاسی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت مالی تأثیر دارد.
- فرضیه فرعی (۴) وجود ارتباط‌های سیاسی بر رابطه بین ناپایداری معاملات سهام، اعتماد سرمایه‌گذاران و محدودیت مالی تأثیر دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت و روش، توصیفی - همبستگی است. همچنین، از لحاظ زمان انجام پژوهش، از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی (غیرتجربی) و از لحاظ نوع استدلال برای نتیجه‌گیری، جزء پژوهش‌های استقرایی است. جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات لازم از کتب، مقالات، پایان‌نامه‌ها، پایگاه‌های اینترنتی و مجلات تخصصی فارسی و انگلیسی، کتابخانه بورس اوراق بهادار، نرم‌افزار ره‌آورد نوین صورت‌های مالی و اطلاعاتی منتشرشده شرکت‌ها در سایت کدال متعلق به سازمان بورس اوراق بهادار به دست آمده‌اند. در این پژوهش از روش رگرسیون چندمتغیره به عنوان روش آماری استفاده می‌شود. پس از جمع‌آوری اطلاعات، برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج آمار توصیفی و استنباطی از نرم‌افزارهای اکسل^۱ و ای‌ویوز^۲ استفاده می‌شود.

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۵ هستند. داده‌های واقعی لازم این پژوهش از اطلاعات واقعی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده‌اند. در این پژوهش با استفاده از روش حذف سیمتاتیک نسبت به تعیین حجم نمونه براساس معیارهای زیر اقدام شده است:

^۱ Excel

^۲ Eviews

نگاره ۱- تعریف متغیرهای پژوهش

متغیر مورد بررسی	نماد	متغیر مورد بررسی	نماد
اندازه شرکت	Size _{i,t}	محدودیت مالی	WW _{i,t}
اهرم مالی	Leverage _{i,t}	اصطکاک‌های بازار	MF _{i,t}
نسبت کیوتوبین	Qtobin _{i,t}	ارتباط‌های سیاسی	PC _{i,t}
بازده دارایی‌ها	ROA _{i,t}	سن شرکت	Age _{i,t}

منبع: یافته‌های پژوهش

اصطکاک‌های بازار: اصطکاک‌های بازار، متغیر مستقل این پژوهش‌اند که طبق پژوهش دنگ و همکاران^۲ [۲۸]، سه پارامتر عدم تقارن اطلاعاتی، ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران برای آن در نظر گرفته شده‌اند که روش محاسبه هریک از آنان به شرح زیر است:

عدم تقارن اطلاعاتی: برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی، از مدل SPREAD استفاده شده [۱۴] که در رابطه (۴) ارائه شده است.

$$SPRED_{i,t} = \frac{AP_{i,t} - BP_{i,t}}{AP_{i,t} + BP_{i,t}/2} \quad \text{رابطه (۴)}$$

AP_{i,t}: بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره بررسی شده t

BP_{i,t}: بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره بررسی شده t

منظور از بهترین قیمت پیشنهادی خرید، عبارت است از بالاترین قیمت پیشنهادی برای خرید سهام در هر روز و بهترین قیمت پیشنهادی فروش نیز عبارت است از کمترین قیمت پیشنهادی برای فروش هر سهم در هر روز. هرچه دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگ‌تری باشد، نشان‌دهنده عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است.

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

محدودیت مالی: در این پژوهش، محدودیت مالی، متغیر وابسته در نظر گرفته می‌شود که برای محاسبه آن از شاخص WW طراحی شده توسط وایتد^۱ استفاده شده [۴] که در رابطه (۳) ارائه شده است.

$$\begin{aligned} \text{رابطه (۳)} \quad WW_{i,t} &= -0.091 \times \frac{CFO_{i,t}}{Total\ Assets_{i,t}} \\ &- 0.062 DivDummy \\ &+ 0.021 \frac{Total\ long\ Term\ Debt_{i,t}}{Total\ Assets_{i,t}} \\ &- 0.044 LNTA_{i,t} + 0.102 ISG_{i,t} \\ &- 0.035 \frac{Sale_{i,t} - Sale_{i,t-1}}{Sale_{i,t-1}} \end{aligned}$$

که در این شاخص:

CFO_{i,t}: جریان وجه نقد عملیاتی.

Total Assets_{i,t}: کل دارایی‌ها.

Total lang Debt_{i,t}: کل بدهی‌های بلندمدت.

DivDummy_{i,t}: متغیر مجازی برای شرکت‌هایی برابر ۱ است که طی دوره، سود تقسیمی داشته‌اند، در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

LNTA: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

ISG_{i,t}: رشد فروش صنعتی که شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، در آن صنعت قرار دارند.

Sale_{i,t}: فروش شرکت.

² Deng

¹ Whited

ناپایداری معاملات سهام و اعتماد

سرمایه‌گذاران: برای بررسی دو پارامتر ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران، از معیار نرخ گردش سهام، مطابق پژوهش دنگ و همکاران [۲۸] استفاده شده است که عبارت است از تعداد سهام معامله شده به تعداد سهام صادر شده در شرکت.

ارتباط‌های سیاسی شرکت: شاخص ارتباط‌های

سیاسی، سه بعد اقتصادی، اجتماعی و فردی دارد. بعد اقتصادی آن عبارت است از درصد مالکیت مستقیم دولت از سرمایه‌های شرکت‌ها. بعد اجتماعی آن عبارت است از سرمایه‌گذاری نهادهای وابسته به دولت در سرمایه شرکت‌ها که بیان‌کننده حمایت نهادی دولت است. بعد فردی آن عبارت است از شرکت‌هایی که در سطح مدیریت آن، افرادی از دولت مانند نمایندگان مجلس شورای اسلامی، اعضای کابینه دولت، مجلس خبرگان، سران قوه قضاییه و مجمع تشخیص مصلحت نظام باشد [۳] یا حداقل یکی از اعضای هیئت مدیره شرکت، نماینده شرکت‌های دولتی باشد [۳۲]. در این پژوهش، ارتباط‌های سیاسی، متغیر تعدیل‌گر است و در واقع برای محاسبه ارتباط‌های سیاسی دو روش در نظر گرفته شده است که عبارت‌اند از روش نخست: اگر درصد سهام توسط دولت یا نهادهای وابسته به دولت بیش از ۵۰ درصد باشد، شرکت ارتباط سیاسی دارد [۳ و ۲]. روش دوم: اگر حداقل یکی از اعضای هیئت مدیره شرکت، نماینده شرکت‌های دولتی باشد، شرکت ارتباط سیاسی دارد [۳۲]. این متغیر، متغیر تعدیل‌گر در این پژوهش در نظر گرفته شده است؛ بنابراین، شرکتی ارتباط سیاسی دارد که شرایط دو روش بالا را داشته باشد. گفتنی است شرکتی، دولتی

در نظر گرفته شده است که تعریف شرکت دولتی را مطابق قانون خدمات کشوری احراز کرده باشد؛ در این صورت، عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر برای آن در نظر گرفته می‌شود.

متغیرهای کنترلی پژوهش، مطابق با پژوهش دنگ [۲۸] در نظر گرفته شده که عبارت‌اند از:

سن شرکت: لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های حضور در بورس، تعداد سال‌های عضویت شرکت در بورس اوراق بهادار تهران است [۲۲ و ۱].

اندازه شرکت: اندازه شرکت با استفاده از لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت محاسبه می‌شود [۱۶].

اهرم مالی: اهرم مالی از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به دست می‌آید [۳۱].

نسبت کیوتوبین: نسبت کیوتوبین از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به علاوه کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید [۲۸ و ۱۸].

بازده دارایی‌ها: بازده دارایی‌ها از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود [۳۸، ۲۸، ۲۵ و ۳۹].

یافته‌های پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده و آزمون فرضیه‌ها از روش‌های آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است.

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به صورت خلاصه در نگاره (۲) بررسی شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود میانگین محدودیت مالی، ۲/۷۵۴- و

سرمایه‌گذاران برابر با ۰/۱۹۹ و میانه آن برابر با ۰/۱۲۰ است؛ به دلیل بزرگ‌تر بودن میانگین از میانه، توزیع داده‌های مربوط به این متغیر، چولگی به سمت چپ دارند. برای متغیر ارتباط‌های سیاسی، میانگین آن برابر ۰/۵۱۲ است که نشان می‌دهد ۵۱ درصد از شرکت‌های بررسی شده، ارتباط‌های سیاسی دارند.

میانه آن ۲/۷۰۹- است؛ به دلیل کوچک‌تر بودن میانگین از میانه، توزیع داده‌های مربوط به این متغیر، چولگی به سمت راست دارند. میانگین عدم تقارن اطلاعاتی برابر با ۰/۰۲۴ و میانه آن برابر با ۰/۰۲۵ است؛ به دلیل کوچک‌تر بودن میانگین از میانه، توزیع داده‌های مربوط به این متغیر نیز چولگی به سمت راست دارند. میانگین ناپایداری معاملات سهام و اعتماد

نگاره ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	ماکزیم	مینیم	انحراف معیار
محدودیت مالی	۱۱۱۳	-۲/۷۵۴	-۲/۷۰۹	-۲/۰۱۴	-۳/۷۳۰	۰/۲۹۷
ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران	۹۲۹	۰/۱۹۹	۰/۱۲۰	۰/۹۹۳	۰/۰۰۰	۰/۲۱۱
عدم تقارن اطلاعاتی	۱۱۱۰	۰/۰۲۴	۰/۰۲۵	۰/۰۴۹	۰/۰۰۰	۰/۰۱۱
ارتباط‌های سیاسی	۱۰۷۹	۰/۵۳۶	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۸
سن شرکت	۹۷۸	۱/۱۳۶	۱/۱۸۰	۱/۶۹۰	۰/۰۰۰	۰/۲۵۸
اندازه شرکت	۱۰۷۸	۶/۰۷۹	۶/۰۰۰	۸/۱۶۰	۴/۷۴۰	۰/۶۹۰
اهرم مالی	۱۱۱۳	۰/۶۰۵	۰/۶۱۲	۲/۰۷۷	۰/۰۰۰	۰/۲۱۹
نسبت کیوتوبین	۱۰۷۸	۱/۶۴۵	۱/۴۵۵	۴/۲۰۰	۰/۸۰۰	۰/۶۳۸
بازده دارایی‌ها	۱۱۰۵	۰/۱۱۶	۰/۱۰۰	۰/۵۹۰	-۰/۲۹۰	۰/۱۳۱

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه‌های پژوهش

همان‌طور که بیان شد، برای آزمون فرضیه‌های فرعی اول و دوم، از رابطه (۱) و برای آزمون فرضیه‌های فرعی سوم و چهارم از رابطه (۲) استفاده شده است. گفتنی است آزمون فرضیه‌ها در سطح خطای ۰/۰۵ انجام شده است. براساس ادبیات اقتصادسنجی داده‌های پانل، قبل از تخمین مدل، لازم است با استفاده از آماره آزمون F لیمر، همگنی داده‌ها و در نتیجه، استفاده از روش تخمین داده‌های پانل آزموده شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر و H

هاสมن برای چهار فرضیه این پژوهش در نگاره (۳) ارائه شده است. نتایج حاصل از آزمون F لیمر با سطح معناداری ۰/۰۰۰، با سطح اطمینان ۹۵ درصد دلالت بر معنی‌دار بودن استفاده از روش داده‌های پانل (تابلویی)^۱ دارد. همچنین، نتایج آماره آزمون هاسمن برای چهار فرضیه این پژوهش، با سطح معناداری ۰/۰۰۰، با سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان‌دهنده استفاده از روش با اثرات ثابت نسبت به روش با اثرات تصادفی است.

^۱ Panel

نگاره ۳- خلاصه نتایج آزمون F لیمر و H هاسمن

نوع آزمون	مقدار آماره	درجه آزادی (df)	سطح معناداری	نتیجه آزمون
F لیمر	۴/۸۹۶	(۱۳۷/۷۹۶)	۰/۰۰۰	داده‌ها پانل
آزمون H هاسمن	۲۱۱/۱۱۳	۶	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
F لیمر	۴/۴۰۸	(۱۲۹/۶۹۰)	۰/۰۰۰	داده‌ها پانل
آزمون H هاسمن	۱۷۳/۳۰۴	۶	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
F لیمر	۴/۹۲۷	(۱۳۷/۷۷۴)	۰/۰۰۰	داده‌ها پانل
آزمون H هاسمن	۲۳۰/۰۹۴	۸	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
F لیمر	۴/۴۹۵	(۱۲۹/۶۶۸)	۰/۰۰۰	داده‌ها پانل
آزمون H هاسمن	۱۸۸/۰۶۱	۸	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

عدم تقارن اطلاعاتی به همراه سایر متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر محدودیت مالی شرکت‌ها دارند.

مطابق نگاره (۴)، عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان متغیر مستقل، با توجه به سطح معناداری ۰/۰۴۵ که کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، رابطه معناداری با محدودیت مالی شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد که با توجه به مثبت بودن ضریب آن، جهت این رابطه مستقیم است؛ بنابراین، فرضیه تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر محدودیت مالی رد نمی‌شود و نتیجه فرضیه نشان می‌دهد عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش محدودیت مالی را سبب می‌شود.

متغیرهای کنترلی سن شرکت، نسبت کیوتوبین و اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری ۰/۰۰۰ که کمتر از ۰/۰۵ است، رابطه معناداری با محدودیت مالی دارند؛ اما بازده دارایی‌ها و اهرم مالی با توجه به سطح معناداری، ۰/۳۱ و ۰/۸۶ که بیشتر از ۰/۰۵ است، رابطه معناداری با محدودیت مالی ندارند.

فرضیه اصلی اول: در فرضیه اصلی اول بررسی

می‌شود که بین اصطکاک‌های بازار و محدودیت مالی چه رابطه‌ای وجود دارد. سپس با استفاده از آزمون فرضیه فرعی یک و دو که برای این فرضیه تدوین شده‌اند، رابطه اصطکاک‌های بازار و محدودیت مالی و در ادامه، هریک از آنان بررسی شده‌اند.

فرضیه فرعی ۱: عدم تقارن اطلاعاتی بر محدودیت مالی تأثیر دارد.

نتایج تخمین الگوی رگرسیون فرضیه فرعی اول به روش داده‌های ترکیبی در نگاره (۴) ارائه شده است. مقدار شاخص عامل تورم واریانس برای تمامی متغیرها کمتر از ۱۰ به دست آمد؛ از این رو می‌توان نتیجه گرفت وجود این هم‌خطی، مشکلی را برای نتیجه‌گیری بر مبنای مدل ایجاد نخواهد کرد. با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد آماره F، با ضریب اطمینان ۹۵ درصد، می‌توان بیان کرد مدل رگرسیون برازش شده به طور کلی معنادار بوده است و

نگاره ۴- نتایج تخمین فرضیه فرعی اول

متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ (α)	-۱/۲۵۱	-۱۵/۱۰۱	۰/۰۰۰	-
عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۶۰۷	۲/۰۰۴	۰/۰۴۵	۱/۱۴۶
اندازه شرکت	-۰/۲۰۶	-۱۲/۹۰۶	۰/۰۰۰	۱/۳۰۱
بازده دارایی‌ها	۰/۰۳۲	۱/۰۰۷	۰/۳۱۴	۲/۳۳۴
نسبت کیوتوبین	۰/۰۷۱	۱۰/۳۱۳	۰/۰۰۰	۱/۳۸۴
اهرم مالی	-۰/۰۰۳	-۰/۱۶۷	۰/۸۶۷	۱/۷۳۳
سن شرکت	-۰/۳۴۴	-۶/۵۱۵	۰/۰۰۰	۱/۰۷۴
R²				
۰/۹۷۳				
R² تعدیل شده				
۰/۹۶۷				
آماره دوربین - واتسون				
۲/۳۳۵				
آماره فیشر				
۱۶۴/۹۱۵				
سطح معناداری مدل				
۰/۰۰۰				
$WW_{i,t} = \alpha + \beta_1 MF_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
<p>$WW_{i,t}$: متغیر وابسته که برابر محدودیت مالی است.</p> <p>$MF_{i,t}$: متغیر مستقل که برابر عدم تقارن اطلاعاتی است.</p> <p>$Controls_{i,t}$: متغیرهای کنترلی</p> <p>$\epsilon_{i,t}$: خطای تصادفی</p>				

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیه فرعی ۲: ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران بر محدودیت مالی تأثیر دارند. نتایج حاصل از اجرای مدل در نگاره (۵) ارائه شده است. با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد آماره F ، با ضریب اطمینان ۹۵ درصد، می‌توان بیان کرد مدل رگرسیون برازش شده به‌طور کلی معنادار بوده است و ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران به‌همراه سایر متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر محدودیت مالی شرکت‌ها دارند. مطابق نگاره (۵)، ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران به‌عنوان متغیر مستقل، با توجه به سطح معناداری ۰/۰۰۰ که کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، رابطه

معناداری با محدودیت مالی شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد که با توجه به مثبت بودن ضریب آن، جهت این رابطه مستقیم است؛ بنابراین، فرضیه تأثیر ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران بر محدودیت مالی رد نمی‌شود. درواقع، ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران، افزایش محدودیت مالی را موجب می‌شوند. متغیرهای کنترلی سن شرکت، اهرم مالی، نسبت کیوتوبین و اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵، رابطه معناداری با محدودیت مالی دارند؛ اما بازده دارایی‌ها با توجه به سطح معناداری ۰/۹۵۹ که بیشتر از ۰/۰۵ است، رابطه معناداری با محدودیت مالی ندارد.

نگاره ۵- نتایج تخمین فرضیه فرعی دوم

متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ (α)	-۱/۰۴۱	-۱۷/۵۳۶	۰/۰۰۰	-
نرخ گردش سهام	۰/۰۵۶	۴/۵۵۱	۰/۰۰۰	۱/۰۳۷
اندازه شرکت	-۰/۲۶۹	-۲۲/۱۴۲	۰/۰۰۰	۱/۱۸۷
بازده دارایی‌ها	۰/۰۰۱	۰/۰۵۱	۰/۹۵۹	۲/۲۷۹
نسبت کیوتوبین	۰/۰۹۷	۱۵/۹۱۲	۰/۰۰۰	۱/۴۲۰
اهرم مالی	-۰/۰۵۸	-۲/۷۰۳	۰/۰۰۷	۱/۶۷۴
سن شرکت	-۰/۱۹۳	-۶/۶۸۶	۰/۰۰۰	۱/۰۹۱
R^2				
R^2 تعدیل شده				
آماره دوربین - واتسون				
آماره فیشر				
سطح معناداری مدل				
$WW_{i,t} = \alpha + \beta_1 MF_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
<p>$WW_{i,t}$: متغیر وابسته که برابر محدودیت مالی است.</p> <p>$MF_{i,t}$: متغیر مستقل که برابر ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران است.</p> <p>$Controls_{i,t}$: متغیرهای کنترلی</p> <p>$\varepsilon_{i,t}$: خطای تصادفی</p>				

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیه اصلی دوم

در فرضیه اصلی دوم بررسی می‌شود که وجود ارتباط‌های سیاسی بر رابطه بین اصطکاک‌های بازار و محدودیت مالی چه تأثیری دارد. سپس با استفاده از آزمون فرضیه فرعی سوم و چهارم که برای این فرضیه تدوین شده‌اند، تأثیر ارتباط‌های سیاسی بر رابطه اصطکاک‌های بازار و محدودیت مالی بررسی شده است.

فرضیه فرعی ۳: وجود ارتباط‌های سیاسی بر

رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت مالی تأثیر دارد.

نتایج تخمین الگوی رگرسیون فرضیه سوم به روش داده‌های ترکیبی در نگاره (۶) ارائه شده است. در این فرضیه، تمرکز بر متغیر تعدیل‌کننده ارتباط‌های سیاسی است و با توجه به متغیر اثر تعاملی عدم تقارن اطلاعاتی در ارتباط‌های سیاسی با توجه به

سطح معناداری ۰/۰۱۱ که کمتر از ۰/۰۵ است، نشان می‌دهد رابطه معناداری با محدودیت مالی در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد؛ در نتیجه، فرضیه تأثیر ارتباط‌های سیاسی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت مالی رد نمی‌شود و با توجه به منفی بودن ضریب آن، جهت این رابطه عکس است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت ارتباطات سیاسی، اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر محدودیت مالی را کاهش می‌دهد.

متغیرهای کنترلی سن شرکت، اندازه شرکت، نسبت کیوتوبین و بازده دارایی‌ها شرکت با توجه به سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵، رابطه معناداری با محدودیت مالی دارند؛ اما اهرم مالی با توجه به سطح معناداری ۰/۸۷۸ که بیشتر از ۰/۰۵ است، رابطه معناداری با محدودیت مالی ندارد.

نگاره ۶- نتایج تخمین فرضیه فرعی سوم

متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ (α)	-۱/۲۶۸	-۱۱/۱۲۴	۰/۰۰۰	-
عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۸۷۹	۲/۳۷۹	۰/۰۱۷	۱/۹۵۲
ارتباط‌های سیاسی	۰/۰۳۸	۱/۸۰۲	۰/۰۷	۵/۹۰۳
عدم تقارن اطلاعاتی*	-۰/۷۹۰	-۲/۵۳۵	۰/۰۱۱	۶/۵۲۵
ارتباطات سیاسی	-۰/۲۰۶	-۶/۵۲۹	۰/۰۰۰	۱/۲۹۶
اندازه شرکت	۰/۰۳۲	۲/۰۰۳	۰/۰۴۵	۲/۵۳۸
بازده دارایی‌ها	۰/۰۷۱	۶/۶۹۲	۰/۰۰۰	۱/۴۱۷
نسبت کیوتوبین	-۰/۰۰۳	-۰/۱۵۳	۰/۸۷۸	۱/۸۷۵
اهرم مالی	-۰/۳۴۱	-۳/۹۰۳	۰/۰۰۰	۱/۰۸۰
سن شرکت				
R^2		۰/۹۷۳		
R^2 تعدیل شده		۰/۹۶۶		
آماره دوربین - واتسون		۲/۳۳۶		
آماره فیشر		۱۵۳/۱۰۷		
سطح معناداری مدل		۰/۰۰۰		
$WW_{i,t} = \alpha + \beta_1 MF_{i,t} + \beta_2 PC_{i,t} + \beta_3 (MF_{i,t} * PC_{i,t}) + \beta_4 Controls_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
$WW_{i,t}$: متغیر وابسته که برابر محدودیت مالی است.				
$MF_{i,t}$: متغیر مستقل که برابر عدم تقارن اطلاعاتی است.				
$PC_{i,t}$: متغیر تعدیل‌گر (ارتباط‌های سیاسی)				
$Controls_{i,t}$: متغیرهای کنترلی				
$\epsilon_{i,t}$: خطای تصادفی				

منبع: یافته‌های پژوهش

توجه به ضریب مثبت آن، جهت این رابطه مستقیم است؛ بنابراین، فرضیه تأثیر ارتباط‌های سیاسی بر رابطه بین ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران با محدودیت مالی رد نمی‌شود و می‌توان نتیجه گرفت ارتباطات سیاسی، اثر ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران بر محدودیت مالی را افزایش می‌دهد. متغیرهای کنترلی سن شرکت، اهرم مالی، نسبت کیوتوبین و اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵، رابطه معناداری با محدودیت مالی دارند؛ اما بازده دارایی‌ها با توجه به سطح معناداری ۰/۹۴۹ که بیشتر از ۰/۰۵ است، رابطه معناداری با محدودیت مالی ندارد.

فرضیه فرعی ۴: وجود ارتباط‌های سیاسی بر رابطه بین ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران با محدودیت مالی تأثیر دارد. نتایج تخمین الگوی رگرسیون فرضیه فرعی چهارم به روش داده‌های ترکیبی در نگاره (۷) ارائه شده است. در این فرضیه که تمرکز بر متغیر تعدیل‌کننده ارتباط‌های سیاسی است، متغیر اثر تعاملی ارتباط‌های سیاسی در ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران، با توجه به سطح معناداری ۰/۰۱۷ که کمتر از ۰/۰۵ است، رابطه معناداری با محدودیت مالی در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد و با

نگاره ۷. نتایج تخمین فرضیه فرعی چهارم

متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ (α)	-۱/۰۷۹	-۱۰/۱۴۳	۰/۰۰۰	-
ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران	۰/۰۳۸۴	۳/۶۵۵	۰/۰۰۰	۱/۸۷۴
ارتباط‌های سیاسی	۰/۰۱۵	۱/۷۰۶	۰/۰۸۸	۲/۰۱۸
ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران*ارتباطات سیاسی	۰/۰۴۱	۲/۳۷۴	۰/۰۱۷	۲/۷۱۷
اندازه شرکت	-۰/۲۶۲	-۱۰/۱۵۴	۰/۰۰۰	۱/۲۰۱
بازده دارایی‌ها	۰/۰۰۱	۰/۰۶۲	۰/۹۴۹	۲/۵۱۱
نسبت کیوتوبین	۰/۰۹۳	۹/۴۲۳	۰/۰۰۰	۱/۴۶۷
اهرم مالی	-۰/۰۵۰	-۲/۰۱۶	۰/۰۴۴	۱/۸۲۷
سن شرکت	-۰/۲۰۵	-۴/۲۴۳	۰/۰۰۰	۱/۰۹۰
R^2			۰/۹۷۱	
R^2 تعدیل شده			۰/۹۶۵	
آماره دوربین - واتسون			۱/۷۲۲	
آماره فیشر			۱۶۴/۳۴۸	
سطح معناداری مدل			۰/۰۰۰	

$$WW_{i,t} = \alpha + \beta_1 MF_{i,t} + \beta_2 PC_{i,t} + \beta_3 (MF_{i,t} * PC_{i,t}) + \beta_4 Controls_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$WW_{i,t}$: متغیر وابسته که برابر محدودیت مالی است.
 $MF_{i,t}$: متغیر مستقل که برابر ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران است.
 $PC_{i,t}$: متغیر تعدیل‌گر (ارتباط‌های سیاسی)
 $Controls_{i,t}$: متغیرهای کنترلی
 $\epsilon_{i,t}$: خطای تصادفی

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری

اصطکاک‌های بازار، منحرف‌کننده تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و متأثر بر عملکرد شرکت‌اند و همچنین، مانع دریافت تسهیلات بانکی، تأمین مالی مناسب و تخصیص بهینه منابع و موجب محدودیت مالی می‌شوند. این نتایج با نتایج پژوهش دنگ [۲۸] مطابقت دارد. یکی از پیامدهای مرتبط با کیفیت اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی است. پیامدهای نامطلوب وجود عدم تقارن اطلاعاتی، نظیر مشارکت حداقلی سرمایه‌گذاران، هزینه معاملات بالا، بازارهای رقیق و کاهش سود ناشی از معاملات می‌تواند

محدودیت‌های مالی از مسائل مهمی است که شرکت‌ها با آن مواجه می‌شوند و در راستای رفع آن، اقدامات زیادی انجام می‌دهند؛ همچنین، عواملی از جمله اصطکاک‌های بازار تأثیر ویژه‌ای بر ایجاد آنان دارند. این پژوهش، اثر اصطکاک‌های بازار بر محدودیت مالی را با تأکید بر ارتباط‌های سیاسی بررسی کرده است. با توجه به نتایج به دست آمده، اصطکاک‌های بازار بر محدودیت مالی اثر می‌گذارند و در واقع، افزایش محدودیت مالی را سبب می‌شوند.

منابع لازم برای سرمایه‌گذاری به نقدینگی داخل شرکت محدود نمی‌شود؛ بنابراین، می‌تواند از منابع خارجی و بین‌المللی استفاده کند. به عبارت دیگر، به دلیل داشتن ارتباط سیاسی و تمایل بانک‌ها به وام‌دهی به شرکت‌های سیاسی، کمتر دچار محدودیت مالی می‌شوند [۲]. این موضوع دلیل تأیید فرضیه فرعی سوم است.

ارتباطات سیاسی بر رابطه اصطکاک‌های بازار و محدودیت مالی، تحت شرایط فرضیه فرعی چهارم نیز تأثیر دارند.

گفتنی است با توجه به ضرایب به دست آمده در نگاره (۷)، ارتباطات سیاسی، افزایش اثر ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران بر محدودیت مالی را موجب می‌شود. شرکت‌های با روابط سیاسی به دلیل اینکه کمتر به گزارشگری مالی با کیفیت بالا متکی‌اند [۲۷]، اعتباردهندگان همواره به عنوان یکی از منابع تأمین مالی در شرکت، به اطلاعات قابل اتکا نیاز دارند تا بتوانند با تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی، میزان وام پرداختی و هزینه بدهی را مشخص کنند. گفتنی است وجود ارتباط‌های سیاسی در شرکت‌ها می‌تواند بر تصمیمات اعتباردهندگان تأثیر بگذارد و همین عامل، تضعیف اعتماد سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و بانک‌ها و افزایش محدودیت مالی را موجب می‌شود. همچنین، ارتباطات سیاسی، مطابق پژوهش، معاملات و نرخ گردش سهام را افزایش می‌دهد که معیار ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران است. به این صورت، تأثیر ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران بر محدودیت مالی تقویت می‌کند. این موارد می‌تواند دلیل اثر افزایشی ارتباطات سیاسی بر رابطه ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران بر محدودیت مالی باشد. با توجه به فرضیه فرعی سوم و چهارم،

شرکت‌ها را به محدودیت مالی و کمبود منابع دچار کند. موارد ذکر شده می‌تواند دلیل نتیجه فرضیه فرعی اول باشد؛ این نتیجه با نتیجه پژوهش دنگ [۲۸] مطابقت دارد که اصطکاک‌های بازار، افزایش محدودیت‌های مالی را سبب می‌شوند. این امر نیز مطابق پژوهش‌های ولید منصور^۱ [۴۳]، گوگلار^۲ [۳۵] و رئیس‌زاده و جعفرنژاد [۹] است که در آن، محدودیت مالی با توجه به درجه عدم تقارن اطلاعاتی تغییر می‌کند. نکته درخور ذکر در فرضیه فرعی دو که بیان‌کننده ارتباط معنادار مثبت ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران (نرخ گردش سهام) و محدودیت مالی است، اینکه در سال اخیر (۱۳۹۷)، ناپایداری‌ها و بی‌اعتمادی چشمگیری در بازار و نوسانات قیمتی بسیاری را مشاهده کردیم؛ اما معاملات بسیاری انجام شد و با افزایش نوسانات، معاملات نیز افزایش یافتند. این موضوع می‌تواند دلیل افزایش معاملات، افزایش نرخ گردش سهام که معیار محاسبه ناپایداری معاملات سهام و بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران و در واقع اصطکاک‌های بازار است و وجود رابطه مثبت و معنادار ناپایداری معاملات سهام و بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران و محدودیت مالی باشد. این نتیجه تا حدی با پژوهش حسینی‌نیا و قنبری [۳]، رضایی و علی احمدی [۷] و پژوهش کاشانی‌پور و نقی‌نژاد [۱۵] مطابقت دارد. با توجه به فرضیه فرعی سوم، می‌توان نتیجه گرفت ارتباط‌های سیاسی بر رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت مالی تأثیر دارد و اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر محدودیت مالی را کاهش می‌دهد. ارتباطات سیاسی به‌طور گسترده در اقتصادهای توسعه‌یافته و در حال توسعه وجود دارد؛ در صورتی که شرکتی ارتباط سیاسی داشته باشد،

¹ Walid Mansour

² Gugler

تهران دارد، پیشنهاد می‌شود کیفیت سیستم‌های اطلاعات حسابداری افزایش یابد، توزیع اطلاعات بین افراد متقارن باشد و بررسی و نظارت‌های بیشتری در این زمینه‌ها انجام شود تا بتوان عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داد؛ در واقع از این طریق موجب کاهش محدودیت مالی نیز شد.

۲. با توجه به فرضیه فرعی دوم، لازم است برای کاهش محدودیت مالی، اقدامات لازم به‌منظور جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و شرایط معاملات پایدار در شرکت فراهم شود.

۳. به پژوهشگران علاقه‌مند پیشنهاد می‌شود موضوع این مطالعه را با استفاده از شاخص‌هایی دیگر برای اصطکاک‌های بازار اجرا کنند تا بتوان نتیجه را بیشتر تعمیم داد.

نتیجه می‌گیریم ارتباطات سیاسی به‌طور مطلق، افزایش یا کاهش اثر اصطکاک‌های بازار بر محدودیت‌های مالی را موجب نمی‌شود. در واقع، ارتباطات سیاسی تحت شرایط فرضیه فرعی سوم، اثر اصطکاک‌های بازار (عدم تقارن اطلاعاتی) بر محدودیت‌های مالی را کاهش می‌دهد و ارتباطات سیاسی تحت شرایط فرضیه فرعی چهارم، اثر اصطکاک‌های بازار (ناپایداری معاملات سهام و اعتماد سرمایه‌گذاران) بر محدودیت مالی را افزایش می‌دهد. در واقع، تأثیر ارتباطات سیاسی بر رابطه اصطکاک‌های بازار و محدودیت مالی به شرایط حاکم بر شرکت بستگی دارد.

محدودیت‌های پژوهش

۱. با توجه به محدودیت‌های اعمال‌شده برای نمونه‌گیری از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط صورت گیرد.

۲. برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی تهیه‌شده بر مبنای تمام‌شده تاریخی استفاده شده است؛ در صورت تعدیل اطلاعات صورت‌های مالی بر مبنای تورم ممکن است نتایج پژوهش از نتایج فعلی متفاوت باشد.

۳. در صورتی که قلمرو زمانی پژوهش برای دوره طولانی‌تری در نظر گرفته می‌شد، ممکن بود نتایج قابلیت تعمیم بیشتری داشت.

پیشنهادهایی مبتنی بر نتایج پژوهش

۱. با توجه به تأیید فرضیه فرعی اول که عدم تقارن اطلاعاتی اثر مثبت و معناداری بر محدودیت مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار

منابع

۱. ابراهیمی، جمیل (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین انگیزه‌های پاداش هیئت مدیره و مدیریت سود با تأکید بر نقش سهامداران نهادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه کردستان.
۲. احمدی گورجی، جلیل (۱۳۹۲). بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری به تأمین مالی داخلی و استقراض شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه آموزش عالی البرز قزوین، چاپ‌نشده.
۳. اعتمادی، حسین و جلیل احمدی گورجی (۱۳۹۶). بررسی اثر ارتباط‌های سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی

- در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، شماره ۳۴، ۴.
۴. بادآور نهندی، یونس و سعید درخور (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، ۱۶۷-۱۸۹.
۵. حسینی نیا، سعید و مهرداد قنبری (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین محدودیت مالی و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت، حسابداری با رویکرد ارزش‌آفرینی.
۶. راش، مایکل (۱۳۷۷). جامعه و سیاست: مقدمه‌ای بر جامعه‌شناسی سیاسی، ترجمه منوچهر صبوری، تهران: انتشارات سمت.
۷. رضایی، نیلوفر و سعید علی احمدی (۱۳۹۴). تأثیر محدودیت تأمین مالی بر نقدشوندگی دارایی و نقدشوندگی سهام، کنفرانس ملی نوآوری مالی و توسعه مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بابل.
۸. ره‌نورد، راضیه (۱۳۹۵). بررسی ارتباط سیاسی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، بوشهر.
۹. رئیس‌زاده، محمدرضا و سمیرا جعفرنژاد ثانی (۱۳۹۴). بررسی میزان تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس بین‌المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار.
۱۰. شهیکی تاش، محمدنبی و محمد میرباقری جم (۱۳۹۳). بررسی همبستگی نامتقارن بین بازده سهام، حجم معاملات و تلاطم بازار سهام تهران، تحقیقات اقتصادی، دوره پنجاهم، شماره ۲، ۳۵۹-۳۸۷.
۱۱. ضرابی، سمیرا (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر بر رضایت‌مندی، اعتماد و سرمایه‌گذاری مجدد سرمایه‌گذار حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، گرایش مالی، گروه مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
۱۲. فرزین‌وش، اسداله، احسانی، محمدعلی و هادی کشاورز (۱۳۹۴). اصطکاک مالی و نوسانات بازار کار (مطالعه موردی: اقتصاد ایران به‌عنوان یک اقتصاد باز کوچک)، تحقیقات اقتصادی، دوره پنجاهم، شماره ۲، تابستان ۱۳۹۴، ۴۱۵-۴۴۷.
۱۳. فلاح شمس، میرفیض و شهریار عزیزی (۱۳۸۷). بررسی عوامل تأثیرگذار بر قصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های اقتصادی، شماره ۴، ۲۰-۱.
۱۴. قائمی، محمدحسین و محمدرضا وطن‌پرست (۱۳۸۴). بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۴۱، ۱۰۳-۸۵.
۱۵. کاشانی پور، محمد و بیژن نقی‌نژاد (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، تحقیقات حسابداری، ۷۲-۹۳.
۱۶. محسنی، عبدالرضا (۱۳۹۷). ارتباط‌های سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۳۴.
۱۷. مهدی پدram راد (۱۳۹۴). بررسی تأثیر اصطکاک بازار بر تأخیر قیمت سهام و تأثیرپذیری بازده از تأخیر قیمت در بورس اوراق بهادار تهران،

- around the world. *Journal of International Business Studies*, 41(9), 1505-1524.
28. Deng, K. Zeng H, Y Zhu, (2017). "Political connection, market frictions and financial constraints: evidence from china", *Journal of Accounting & Finance*, DOI: 10.1111/acfi.12301.
29. Diamond, D., Verrecchia, R. (1991). Disclosure, liquidity and the cost of equity capital. *The Journal of Finance*, September, 1335-1360.
30. Fazzari, S., Hubbard, R., & Petersen, B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, Pp. 141-195.
31. Fernando, G., Elder, R. and Abdel-Meguid, A. (2008). Audit quality attributes, Client size and Cost of capital. Electronic coy available at: <http://ssrn.com>.
32. Fung, S. Y., Gul, F. A. & Radhakrishnan, S. (2015), 'Corporate political connections and the 2008 Malaysian election', *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 43, 67-86.
33. Good friend, M. & King R. G. (1997). The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy, *NBER Macroeconomics Annual*, NBER Chapters (National Bureau of Economic Research) 12, 231-283, JSTOR 3585232.
34. Gracia, J. L., & Mirasogorb, F. (2014). Sensitivity of external resources to cash flow under financial constraints. *International Business Review*, 3(5): 920-930.
35. Gugler, K., (2003), Corporate governance and investment, *Journal of the Economics of Business*, Vol. 10, pp. 261-289.
36. Iacoviello, M. (2005). House prices, borrowing constraints, and monetary policy in the business cycle, *American Economic Review*, 3(95): 739-764.
37. Kaplan, S.N., and L. Zingales. (1997) Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics* 112, 169-215.
38. Kasznik, R. (1999), On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, 37 (1): 57-88.
39. Kothari, S.P., Leone, A.J. and Wasley, C.E. (2005). Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of*
- پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان.
۱۸. میرزایی، حسین، ختائی، محمدرضا و یوسف قنبری (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین ریسک تجاری و ریسک مالی با عملکرد شرکت‌های دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه حسابداری سلامت*، شماره دوم، شماره پیاپی (۴)، ۷۷-۹۱.
19. Aflatooni, A. (2016). Investigating the effect of financial Reporting quality on the relation among collateral assets, financing and investment. *Asset Management & Financing*. 4(3): 109 – 124.
20. Akerlof, G. (1970). "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanisms". *Quarterly Journal of Economics*, 84(3): 488-500.
21. Amihud, Y. and Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, 223-249.
22. Bergstresser, D. and Philippon, T. (2006). CEO Incentives and Earnings Management. *Journal of Financial Economics*, 80(3): 511-29.
23. Bertrand, M., and Mullainathan, s. (2003). "Enjoying the Quiet Life?" Corporate governance and managerial preferences. *Journal of political Economy*. Vol 111, pp 1043-1075.
24. Bortolotti, B; De Jong, F; Nicodano, G (2006). Privatization and Stock Market Liquidity. *Journal of Banking and Finance*, 31(2): 297-313.
25. Butler, M., Leone, A. and Willenborg, M. (2004). An Empirical Analysis of Auditor Reporting and its Association with Abnormal Accruals. *Journal of Accounting & Economics*, 37: 139-65.
26. Chaney, P. K., Faccio, M., & Parsley, D. (2011). The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1), 58-76.
27. Chen, C. J., Ding, Y., & Kim, C. F. (2010). High-level politically connected firms, corruption, and analyst forecast accuracy

- bank lending behavior", *Journal of banking & Finance*, Vol. 37, PP.3472-3485.
43. Walid Mansour. (2014). Information Asymmetry and Financing Constraints in GCC. *The Journal of Economic Asymmetries*. P.P. 19-29.
44. Wang, H., Li, Q., & Chen, Y. (2015). Earnings management, business cycle, and product market competition. *China Journal of Accounting Studies*, 3(2), 136-157.
45. Yang, J, Guariglia, A. (2012). IS investment inefficiency caused by financial constraints or agency costs? www.ssrn.com
- Accounting and Economics, 39 (2): 163-97.
40. Markus K. Brunnermeier, Thomas M. Eisenbach and Yuliy Sannikov (2012), *Macroeconomics with Financial Frictions: A Survey*, National Bureau of Economic Research.
41. Minton, B. A. and Schrand, C., (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of Financial Economics* 54, 423-460.
42. Norden L, Behr P, North F, (2013). "Financial constraints of private firms and

