



## بررسی تأثیر افق‌های سرمایه‌گذاران نهادی بر تأمین مالی از طریق منابع بانکی

مهدی مشعوف<sup>۱</sup>

عبدالرضا اسعدی<sup>۲\*</sup>

محمد حیدری<sup>۳</sup>

### چکیده

یکی از دغدغه‌های مهم اعتباردهندگان برای اعطای وام و اعتبار، توان بازپرداخت اصل و بهره وام و اعتبارات پرداختی وام‌گیرنده است. به همین سبب، برای تأمین منابع مالی از طریق بدهی به بانک‌ها با توجه به ساختار سرمایه شرکت‌ها و بنگاه‌ها، افق‌های سرمایه‌گذاران نهادی بررسی شده است. یکی از راه‌کارها، بررسی صورت‌های مالی به‌منظور بررسی توانایی شرکت در بازپرداخت تسهیلات است؛ اما کیفیت نامناسب صورت‌های مالی، می‌تواند موجب افزایش ریسک پیش‌بینی از بین رفتن مطالبات شود. برای اندازه‌گیری افق‌های سرمایه‌گذاران نهادی، از نرخ گردش خریداران و فروشنده‌ها و برای اندازه‌گیری بدهی بانکی، از نسبت بدهی بانکی به کل بدهی‌ها استفاده شده است. با انتخاب نمونه‌ای شامل ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ و با استفاده از مدل رگرسیون، نتایج پژوهش نشان داد که بین افق سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت با تأمین مالی از طریق منابع بانکی، رابطه منفی وجود دارد. با حضور سهام‌داران نهادی با افق بلندمدت، میزان تأمین مالی از طریق بدهی بانکی کاهش می‌یابد. همچنین، بین افق سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت با تأمین مالی بدهی بانکی رابطه مثبت برقرار است. به عبارتی با حضور سهام‌داران نهادی با افق کوتاه‌مدت، میزان تأمین مالی از طریق بدهی بانکی افزایش می‌یابد.

**واژه‌های کلیدی:** افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، افق سرمایه‌گذاری بلندمدت، بدهی بانکی، سرمایه‌گذاران نهادی.

طبقه‌بندی JEL: H۲۶، H۲۵، L۲۵، G۳۲ و G۳۰.

---

۱. کارشناس ارشد، گروه مدیریت مالی، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد، نیشابور، ایران؛ mahdi.mashouf62@gmail.com  
۲. دانشیار، گروه مدیریت مالی، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد، نیشابور، ایران (نویسنده مسئول)؛ abdorrezasadi@yahoo.com  
۳. استادیار، گروه مدیریت مالی، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد، نیشابور، ایران؛ mheidar20006@yahoo.com

## مقدمه

تأمین مالی از طریق بدهی یکی از منابع مهم تأمین مالی شرکت‌ها است. شرکت‌ها می‌توانند بدهی خود را از طریق سرمایه‌گذارانی مانند صاحبان اوراق قرضه عمومی یا واسطه‌های مالی مانند بانک‌ها افزایش دهند. تأثیر افق سرمایه‌گذاری سهام‌داران بر تصمیم‌های شرکت‌ها، در پژوهش‌های اخیر بررسی شده است. این پژوهش‌ها نشان می‌دهند که افق‌های سرمایه‌گذاران بر سرمایه‌گذاری‌های شرکت، تأمین مالی منصفانه و گزینه‌های پرداخت (درین، کسکس و تسمار<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳؛ گاسپار، مسا و متوس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵ و هارفورد، کسکس و منسی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸)، ارزش معامله (گاسپار و همکاران، ۲۰۰۵)، هزینه بدهی و رتبه‌بندی اعتباری (الیاسیانی و جیا<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰)، سرمایه‌گذاری CSR (کیم، کیم و منتکون<sup>۵</sup>، ۲۰۱۹) و تجارت داخلی (فیو، کونگ، تانگ و یان<sup>۶</sup>، ۲۰۱۹) تأثیر می‌گذارند. یکی از راه‌های تأمین منابع، تأمین مالی از طریق بانک است. بانک‌ها، در مقایسه با دارندگان اوراق قرضه عمومی، ناظران کارآمدتری هستند که از کانال صوتی نیز استفاده می‌کنند. مزایای نظارت از عوامل زیر ناشی می‌شود:

- تخفیف مشکلات سواری مجانی؛
- دسترسی به اطلاعات برتر؛
- اقدامات تنبیهی مؤثر؛
- کارایی در مذاکره مجدد هنگام پریشانی مالی.

از نظر تئوری، هر یک از این استدلال‌ها نشان می‌دهد که نه تنها بانک‌ها در نظارت کارآمدتر هستند، بلکه انگیزه بیشتری برای نظارت دارند. در نتیجه، بانک‌ها احتمالاً بر شرکت‌هایی که از نسبت بالای مالکیت نهادی با افق کوتاه‌مدت برخوردار هستند، نظارت سخت‌گیرانه‌تری اعمال می‌کنند. برای اجتناب از نظارت دقیق و نظارت بیشتر توسط بانک‌ها، ممکن است شرکت‌هایی که دارای مالکیت نهادی با افق کوتاه‌مدت بالاتری هستند، کمتر به تأمین مالی از طریق بدهی بانکی اعتماد کنند (لین، ما، مالاتسا و ژوان<sup>۷</sup>، ۲۰۱۳).

---

1. Derrien, Kecskés & Thesmar  
 2. Gaspar, Massa & Matos  
 3. Harford, Kecskés & Mansi  
 4. Elyasiani & Jia  
 5. Kim, Kim & Mantecon  
 6. Fu, Kong, Tang & Yan  
 7. Lin, Ma, Malatesta & Xuan

در مقابل، سرمایه‌گذاران با افق بلندمدت برای نظارت بر سرمایه‌گذاری خود انگیزه نظارت بیشتری دارند (هیرشمن<sup>۱</sup>، ۱۹۷۰). با توجه به نظارت بانک‌ها، سرمایه‌گذاران بلندمدت برای امنیت بیشتر سهام بلندمدت خود در شرکت‌ها، بیشتر به بدهی بانک اعتماد می‌کنند.

در مجموع، این استدلال‌های نظری نشان خواهد داد که ارتباط بین افق سرمایه‌گذاری سهام‌داران و بدهی بانکی شرکت همچنان یک موضوع تجربی است. برای آزمایش این نظریه‌ها، متغیرهای افق سرمایه‌گذاری را براساس گردش مالی کل سرمایه‌گذاران نهادی با پیروی از گاسپار و همکاران (۲۰۰۵) ایجاد کرده و رابطه بین افق سرمایه‌گذاری سهام‌داران نهادی با تأمین مالی بدهی بانکی را بررسی می‌کنیم.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

افق سرمایه‌گذاران نهادی، به‌عنوان یکی از بازیگران اصلی بازارهای سرمایه در حال به دست آوردن جایگاه ویژه‌ای در بازارهای سهام سراسر جهان است. گستردگی و نقش فزاینده سرمایه‌گذاران نهادی به‌همراه توجه ویژه پژوهشگران، تأییدی بر این ادعا است. بی‌تردید، تمایز ساختار سازمانی آن‌ها و شیوه اعمال مالکیت در کنار قدرت اعمال نفوذ بالا و توان اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه‌تر و مبتنی بر تحلیل‌های تخصصی‌تر، اهمیت چنین نهادهایی را در عرصه بهبود عملکردهای تخصصی بازار سرمایه و رشد رفاه همگانی دوچندان کرده است. با توجه به اینکه در رابطه با مسئله پیش‌رو تاکنون در ایران پژوهشی انجام نشده، وجود پژوهش‌ها در زمینه این موضوع، دارای ضعف اساسی است. از این رو، انجام پژوهش حاضر نه تنها ادبیات جدیدی به ادبیات موجود اضافه می‌کند، بلکه می‌تواند در آگاهی بازار سرمایه و سازمان‌ها در راستای توسعه روزافزون هرچه بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی در اداره امور سازمان‌ها نقش مهمی ایفا کند (جلالی و هوشیار، ۱۳۹۷).

انتخاب یک ساختار مالی که بتواند به تأمین و تکمیل اهداف پایدار و توسعه‌ای بینجامد و به یک سطح سازمانی معطوف باشد، موضوع پژوهش‌های بی‌شماری بوده است. می‌توان اظهار داشت که هیچ دستورالعمل جهانی وجود ندارد که توزیع مقولات مختلف منابع مالی وابسته به طیفی از عواملی را که بر عملکرد شرکت‌ها هم از نظر داخلی و هم از نظر محیط خارجی تأثیر دارند، دربرگیرد. فرضیه امکان ترسیم یک ساختار مالی مطلوب در سطح شرکتی، همان‌طور که به عوامل داخلی خاص وابسته است، به میزان توسعه محیط اقتصادی که شرکت، بخشی از آن است نیز بستگی دارد (لین و

همکاران، ۲۰۰۹). در همین راستا، به گفته هِنسی و وایتد<sup>۱</sup> (۲۰۰۵)، ما نمی‌توانیم از ساختار مالی مطلوبی صحبت کنیم که مستقل از عوامل داخلی باشد، همان‌طور که نمی‌توانیم در رابطه با ساختار مالی مطلوبی حرف بزنیم که مستقل از شرایط اقتصادی باشد که توجه به آن برای دوره تحلیلی، است. میرونیوک<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) در پژوهش خود بیان داشت که به‌منظور انتخاب ساختار مالی، لازم است مواردی از جمله اهداف توسعه اقتصادی و سودآوری اقتصادی مورد انتظار شرکت، ساختار دارایی‌ها و اقتصاد مالی را در نظر بگیریم.

برای تأمین مالی واحدهای انتفاعی چهار منبع اصلی وجود دارد که عبارت‌اند از: استقراض (بدهی)، انتشار سهام ممتاز، سهام عادی و استفاده از سود انباشته. استقراض و انتشار سهام ممتاز یا سهام عادی دارای یک ویژگی مشترک هستند، یعنی منابع تأمین وجه، خارج از واحد انتفاعی و عملیات آن قرار دارند، در حالی که سود انباشته معرف یک منبع داخلی تأمین مالی است. نرخ پایین هزینه بدهی در مقایسه با سایر منابع سرمایه و صرفه‌جویی‌های مالیاتی ناشی از بهره بدهی‌ها که به‌عنوان یک هزینه پذیرفته‌شده مالیاتی محسوب می‌شود، کارشناسان امور مالی را متقاعد کرده است که ترکیب مناسب سهام و بدهی در بافت مالی شرکت‌ها می‌تواند عاملی مؤثر در افزایش ارزش بازار شرکت‌ها و ثروت سهام‌داران باشد. به‌طور کلی، مطلوبیت تأمین مالی از طریق بدهی، از طریق مقایسه بازده سرمایه شرکت با متوسط نرخ بهره پرداختی صورت می‌گیرد که نتیجه آن، یکی از حالت‌های سه‌گانه زیر است:

**بازده سرمایه بیشتر از نرخ بهره:** اگر بازده سرمایه بیشتر از نرخ بهره باشد، یعنی شرکت از طریق دریافت وام توانسته عایدی هر سهم را افزایش دهد. چنانچه بازده سرمایه بیش از نرخ بهره باشد، شرکت دارای اهرم مالی مناسب است.

**بازده سرمایه مساوی نرخ بهره:** در این حالت عایدی شرکت دقیقاً مساوی بهره‌ای است که برای استفاده از وجه دریافتی می‌پردازد. در این حالت، اخذ وام روش عاقلانه‌ای نیست، مگر اینکه شرایط خاصی وجود داشته باشد.

**بازده سرمایه کمتر از نرخ بهره:** در این حالت، شرکت با دریافت وام و استفاده از منابع مالی، زیان می‌دهد. بنابراین، اخذ وام توجیه ندارد، زیرا سود حاصل از فعالیت شرکت از هزینه بهره وام دریافتی کمتر است. این حالت را اهرم مالی نامناسب می‌گویند.

1. Hennessy & Whited

2. Mironiuc

- از مزایای ناشی از استفاده استقراض (بدهی) می‌توان موارد زیر را نام برد:
- هزینه پایین‌تر: از آنجا که به وام‌دهنده وعده بازپرداخت داده شده است، وی در مقایسه با سهام‌داران ریسک کمتری خواهد داشت، از این رو بهره پرداخت‌شده به وام پایین‌تر از بازدهی است که می‌بایست به سهام‌داران عرضه شود.
  - معافیت‌های مالیاتی: در همه شرکت‌ها، وقتی موضوع محاسبه مالیات بر درآمد شرکت مطرح باشد، هزینه بهره از سود کسر می‌شود. این کاهش هزینه‌ها به‌طور عمده بااهمیت است.
  - استفاده از بدهی فقط برای زمان مورد نیاز: وام‌ها برای مرتفع کردن نیازهای مالی تحصیل می‌شوند که یا فصلی هستند یا کوتاه‌مدت یا بلندمدت. هر وامی به محض اینکه دیگر نیازی به آن نباشد، پرداخت می‌شود و بعد از آن دیگر نیازی به پرداخت بهره اضافی نیست.
  - تطابق هزینه پایین استقراض دارایی‌های با بازدهی کم: در بیشتر مواقع هرچقدر مدت سررسید کوتاه‌تر باشد، هزینه بهره نیز پایین‌تر محاسبه می‌شود. پس عاقلانه‌تر این است که از اعتبارات تجاری ارائه‌شده توسط عرضه‌کنندگان مواد اولیه و اعتبارات کوتاه‌مدت بانک‌ها برای تأمین مالی سرمایه در گردش استفاده شود، زیرا هزینه این کار ارزان‌تر از بهره پرداخت‌شده به اوراق قرضه و بسیار ارزان‌تر از نرخ بازدهی است که سهام‌داران انتظار دارند.
  - هزینه پایین‌تر تأمین مالی ناشی از بدهی، متوسط هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد و اجازه می‌دهد که پروژه‌های سرمایه‌ای سودآورتر قبول شوند، از این رو سود شرکت را افزایش می‌دهد و ارزش کل شرکت را حداکثر می‌کند.
  - در مؤسسه‌ای که روی بدهی اتکا می‌شود، مقدار سهام کمتری منتشر می‌شود، بنابراین سود هر سهم در این شرکت افزایش می‌یابد.
  - اگر سود هر سهم افزایش یابد و ریسک اضافه‌شده به سهام‌داران کمتر از میزان افزایش سود هر سهم باشد، ثروت سهام‌داران افزایش خواهد یافت.
- در کنار مزایایی که تأمین مالی از طریق بدهی دارد معایبی نیز می‌توان برای آن برشمرد:
- افزایش تغییرپذیری سود هر سهم، حتی وقتی که از مقدار خیلی کمی بدهی استفاده شده است، دیده می‌شود و تغییرپذیری با افزایش بدهی، افزایش خواهد یافت.

- استفاده از بدهی این موقعیت را به وجود می‌آورد که وام‌دهندگان محدودیت‌هایی بر عملیات شرکت وضع کنند.
- استفاده از بدهی ریسک ورشکستگی را بالا می‌برد.
- ریسک ورشکستگی، مشتریان را از خرید و شرایط شرکت به فروش محصولاتش دل‌سرد می‌کند و باعث کاهش مشتریان می‌شود.
- ریسک ورشکستگی، عرضه‌کنندگان را از وارد کردن بلندمدت مواد اولیه به شرکت دل‌سرد می‌کند.
- اگر ریسک بالای ورشکستگی شرکت اعلام شده باشد، کنترل سراسر شرکت از دست می‌رود (ستایش، منفرد مهارلویی و ابراهیمی، ۱۳۹۰).

### پیشینه پژوهش‌های داخلی

مشایخی و پارسایی (۱۳۹۲) در پژوهش خود رابطه تأمین مالی از طریق بدهی با کیفیت سود گزارشی را بررسی کردند. در این پژوهش، میزان استفاده از اقلام تعهدی و پایداری سود به‌عنوان سنج‌های کیفیت سود تعریف می‌شوند. همچنین، به‌منظور اطمینان از نتایج متغیرهای اندازه، زیان، رشد، ورشکستگی، جریان نقد و هزینه بهره به‌عنوان متغیرهای کنترلی در پژوهش در نظر گرفته شده‌اند. در این پژوهش تعداد ۱۰۱ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ بررسی شدند و آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون چندگانه خطی انجام شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از وجود رابطه معنادار میان بدهی و کیفیت سود است، به این صورت که با افزایش میزان بدهی شرکت‌ها، میزان اقلام تعهدی کاهش و پایداری سود افزایش پیدا کرده و کیفیت سود بهبود خواهد یافت.

شیخ، دهقانی و راعی عزآبادی (۱۳۹۲) در پژوهش خود تأثیر نرخ تورم بر تأمین مالی را از طریق بدهی‌های بانکی و انتشار سهام بررسی کردند. پژوهش حاضر، از لحاظ هدف کاربردی و از نظر روش پیمایشی - طولی است. جامعه آماری این پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ است. به‌منظور تحلیل داده‌ها از رگرسیون ساده و چندگانه استفاده شده است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که نرخ تورم بر تأمین مالی از طریق بدهی بانکی، تأثیر بیشتری نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار سهام دارد. همچنین، مشاهده شده است که ریسک مالی دارای بیشترین تأثیر بر تأمین مالی از هر دو طریق و نیز نسبت مالکانه دارای

کمترین تأثیر بر تأمین مالی از طریق بدهی و نرخ بازدهی کل دارای کمترین تأثیر بر تأمین مالی از طریق انتشار سهام را دارد.

### پیشینه پژوهش‌های خارجی

براندون، فو و تانگ<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) تأثیر افق سرمایه‌گذاری سهام‌داران نهادی را در استفاده شرکت از بدهی بانکی بررسی کردند. جامعه آماری شرکت‌های بورس آمریکا بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۵ و نمونه منتخب شامل ۴/۶۴۶ شرکت بود. نتایج آزمون فرضیه‌ها مبتنی بر مدل‌های رگرسیون نشان داد که مالکیت نهادی کوتاه‌مدت، بر تأمین مالی بدهی بانکی، تأثیر منفی دارد. این یافته شواهدی مطابق با انگیزه‌های اجتناب از نظارت سهام‌داران کوتاه‌مدت فراهم می‌کند. در مقابل، مالکیت بلندمدت نهادی در اعتماد شرکت به تأمین مالی بدهی بانکی، تأثیر مثبتی دارد. این اثرهای با مالکیت بالاتر مدیریتی و سرمایه‌گذاران با انگیزه بیشتر کاهش می‌یابد و با نبود شفافیت بالاتر اطلاعات تأثیر کاهش تشدید می‌شود.

فانگ یوان و یینگ<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) در پژوهش خود با عنوان کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و هزینه تأمین مالی بدهی به بررسی ادبیات پرداختند. با توجه به ادبیات داخلی و خارجی مربوط به اطلاعات حسابداری می‌کنند. تنها افشای اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی مربوطه را جلب کند، هزینه‌های تأمین مالی بدهی را کاهش دهد و منابع مالی بیشتری به دست آورد. تأمین مالی بدهی تأثیر افشای اطلاعات حسابداری بر هزینه تأمین مالی بدهی را بررسی کردند که در صورت تغییرات سریع در محیط خارجی، سازگاری با محیط و زنده ماندن یک لحظه حساس است. در این زمینه، اگر بنگاه اقتصادی مایل به زنده ماندن است، باید راهی متناسب با شرایط واقعی خود برای توسعه پیدا کند. با این حال، بقای برخی از شرکت‌ها با بحران جدی روبه‌رو است. برای تحریک پتانسیل خود و اطمینان از پیشرفت طولانی‌مدت آن‌ها، شرکت‌ها باید به دنبال کمک خارجی باشند. بنابراین، فعالیت‌های تأمین مالی بدهی به نخستین انتخاب شرکت‌ها تبدیل شده است. هنگامی که یک بنگاه اقتصادی بودجه خود را از منابع خارجی تأمین می‌کند، باید اطلاعات حسابداری را که شرکت فاش کرده به طلبکاران خارجی مربوطه ارائه دهد. طلبکاران از این موضوع برای درک شرایط مختلف بنگاه اقتصادی استفاده می‌کنند و از آن،

1. Brandon, Fu & Tang

2. Fangyuan & Ying

به‌عنوان مبنای سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. فقط افشای اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی مربوطه را جلب کند، هزینه‌های تأمین مالی بدهی را کاهش دهد و منابع مالی بیشتری به دست آورد.

منزور حسن، هیانگ و تیلور<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) در پژوهش خود با عنوان مقایسه صورت‌های مالی و ریسک‌پذیری بانک به رابطه بین مقایسه صورت‌های مالی و ریسک‌پذیری بانک پرداختند. تجزیه و تحلیل آن‌ها نمونه‌ای از بانک‌های ایالات متحده در فهرست‌های عمومی طی سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۹ است که نشان می‌دهد بانک‌هایی که از صورت‌های مالی قابل مقایسه برخوردار هستند، به‌طور شایان توجهی با ریسک‌پذیری کمتر ارتباط خواهند داشت. همچنین، آن‌ها دریافتند که رابطه منفی بین مقایسه و ریسک‌پذیری برای بنگاه‌هایی که با خطر اخلاقی شدیدتر و مشکلات نمایندگی مواجه هستند، بارزتر است. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که پس از کنترل قدرت حاکمیت شرکتی و استفاده از تطبیق نمره تمایل و برآورد حداقل مربعات دومرحله‌ای برای رفع نگرانی‌های درون‌زایی، در اندازه‌گیری‌های جایگزین مقایسه و ریسک‌پذیری و با در نظر گرفتن تجزیه و تحلیل، تغییر قوی است. تجزیه و تحلیل آن‌ها نشان می‌دهد که رابطه بین مقایسه صورت‌های مالی و ریسک‌پذیری بانک برای بانک‌های کوچک‌تر از بانک‌های بزرگ‌تر است. به‌طور کلی، این پژوهش بینش منحصر به فردی را در خصوص نقش مقایسه صورت‌های مالی در مهار ریسک‌پذیری در بخش بانکی ارائه می‌دهد.

سان، دینگ، ژیو و لی<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) ارتباط بین مالکیت نهادی و اهرم مالی را بررسی کردند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها به روش توصیفی - هم‌بستگی، حاکی از آن بود که بین مالکیت سهام مدیریتی و اهرم مالی شرکت رابطه‌ای غیریکنواخت وجود دارد و به‌دلیل قوی‌تر شدن ساختار کنترلی و حاکمیت شرکتی، ضریب متغیر اهرم مالی مثبت و معنادار است.

واندر و ایلپوت<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و هزینه تأمین مالی را از طریق بدهی بررسی کردند. با استفاده از اقلام تعهدی اختیاری به‌عنوان عاملی به‌منظور سنجش کیفیت گزارشگری مالی، نتایج پژوهش آن‌ها مبین این موضوع است که بین کیفیت گزارشگری مالی و هزینه بهره ارتباطی منفی وجود خواهد داشت. از نتایج این پژوهش این‌گونه استدلال شده است که

1. Monzur Hasan, Heung & Taylor

2. Sun, Ding, Guo & Li

3. Wonder & Eliot



اعتباردهندگان برای اندازه‌گیری ریسک سوخت مطالبات و همچنین سنجش ظرفیت شرکت در بازپرداخت اقساط بدهی، اقلام تعهدی اختیاری را نیز بررسی و تجزیه و تحلیل می‌کنند. شرکت‌ها می‌توانند از راه‌هایی همچون استقراض عمومی یا بدهی نسبت به بانک تأمین مالی کنند. بنابراین، در این پژوهش به دنبال آن هستیم که کدام شرکت‌ها بیشتر سعی دارند تا از طریق ایجاد بدهی نسبت به بانک تأمین مالی کنند، با توجه به اینکه تصمیم‌گیرندگان و کنترل‌کنندگان شرکت سهام‌داران عمده که سهام‌داران نهادی نامیده می‌شود، این موضوع را بررسی می‌کنیم. به عبارتی، سهام‌داران نهادی که دارای دید کوتاه‌مدت هستند، بیشتر تمایل دارند از طریق بانک تأمین مالی کنند یا سهام‌داران نهادی با دید بلندمدت؟

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه پژوهش‌های انجام‌شده در مبنای نظری و پیشینه‌های تجربی و به منظور دستیابی به اهداف این پژوهش، فرضیه‌هایی به صورت زیر تدوین شده است:

۱. سهام‌داران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت بر تأمین مالی از طریق بدهی بانکی تأثیر دارند.
۲. سهام‌داران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت بر تأمین مالی از طریق بدهی بانکی تأثیر دارند.

### روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش، اطلاعات مورد نیاز به روش‌های کتابخانه‌ای و اسنادی جمع‌آوری شده‌اند. قلمرو مکانی پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی نیز یک دوره زمانی هفت‌ساله براساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ شرکت‌های نمونه است. جامعه آماری این پژوهش، تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و وجود برخی ناهم‌هنگی‌ها میان اعضای جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و از این رو نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب می‌شود. این شرایط عبارت‌اند از:

- قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده و تا پایان سال ۱۳۹۸ از بورس خارج نشده باشند.

- شرکت‌ها عضو صنایع واسطه‌گری مالی، هلدینگ‌ها و بانک‌ها نباشند.
- طی بازه زمانی پژوهش به تغییر سال مالی خود اقدام نکرده باشند.
- معاملات شرکت‌ها نباید طی دوره پژوهش به‌طور کامل متوقف شده باشند.
- در دوره بررسی برای اجرای پژوهش اطلاعات الزم درباره آن‌ها در دسترس باشد.

### متغیر وابسته، تأمین مالی بدهی بانکی

در این پژوهش به پیروی از لین و همکاران (۲۰۱۳) و با استفاده از اطلاعات تفصیلی ساختار بدهی شرکت، تأمین مالی بدهی بانکی باید مشخص شود. به‌طور معمول، منبع کل بدهی‌ها درصدی از بدهی‌های بانکی و بدهی‌های عمومی را شامل می‌شود. سهم بدهی بانکی عبارت است: از نسبت مجموع تسهیلات بانکی به مجموع بدهی‌ها. سهم بدهی عمومی نیز عبارت است از: نسبت مجموع تأمین مالی از طریق سایر ابزارهای مالی به جز بانک‌ها تقسیم بر کل بدهی‌ها. مجموع بدهی‌ها نیز از جمع انواع تأمین مالی بدهی مانند وام‌های بانکی، اوراق مشارکت، ابزارهای مالی، اجاره‌های سرمایه‌ای و سایر بدهی‌ها در ساختار بدهی‌های شرکت به دست می‌آید.

### متغیرهای مستقل، افق‌های سرمایه‌گذاری

مالکیت سهام‌داران نهادی که نسبت به درصد بدهی بانکی یک متغیر مستقل است و با دو بعد سرمایه‌گذاران با افق دید کوتاه‌مدت و بلندمدت در پژوهش حاضر در نظر گرفته شده است. بدین منظور، ابتدا مجموع مالکیت نهادی براساس پژوهش گاسپر و همکاران (۲۰۰۵) و برون‌دو و همکاران (۲۰۲۰) به‌صورت نسبت تعداد سهام نزد سهام‌داران نهادی به کل سهام منتشرشده تعریف خواهد شد. از طرفی، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در دو طبقه کوتاه‌مدت و بلندمدت طبقه‌بندی می‌شوند که این دسته‌بندی به‌علت نگرش سهام‌داران در موقعیت‌های مختلف تصمیم‌گیری انجام می‌شود.

$$INS - Buy_{i,t} = \sum_{k=1}^{Nk} |(S_{k,i,t} P_{k,t} - S_{k,i,t-1} P_{k,t-1} - S_{k,i,t-1} \Delta P_{k,t})| \quad \text{رابطه ۱}$$

$$if S_{k,i,t} P_{k,t} > S_{k,i,t-1} P_{k,t-1}$$

$$INS - Sell_{i,t} = \sum_{k=1}^{N_k} |(S_{k,i,t} P_{k,t} - S_{k,i,t-1} P_{k,t-1} - S_{k,i,t-1} \Delta P_{k,t})| \quad \text{رابطه ۲}$$

$$if S_{k,i,t} P_{k,t} \leq S_{k,i,t-1} P_{k,t-1}$$

که در آن،  $INS - Buy_{i,t}$  مجموع خرید سرمایه‌گذاران نهادی  $i$  در سه‌ماهه  $t$ ؛  $INS - Sell_{i,t}$  مجموع فروش سرمایه‌گذاران نهادی  $i$  در سه‌ماهه  $t$ ؛  $S_{k,i,t}$  تعداد سهام شرکت  $k$  که توسط سرمایه‌گذاران نهادی  $i$  در سه‌ماهه  $t$  و  $t-1$  (به‌طور فصلی) نگهداری می‌شود؛  $P_{k,i,t}$  قیمت سهام شرکت  $k$  در پایان سه‌ماهه  $t$  و  $t-1$ ؛  $N_k$  تعداد شرکت‌هایی که به‌وسیله سرمایه‌گذاری سهام‌داران نهادی  $i$  در سه‌ماهه  $t$  نگهداشته شده است.

بعد از محاسبه نرخ گردش خریداران و فروشندگان برای اندازه‌گیری اینکه چگونه یک سرمایه‌گذاری نهادی به‌طور دائم پرتفوی خود را گردش می‌دهد، از نرخ گردش سرمایه‌گذار نهادی  $i$  در سه‌ماهه  $t$  با محاسبه رابطه ۳ استفاده می‌شود:

$$INS_{i,t} = \frac{(ChurnRate_{buyi,t} + ChurnRate_{selli,t})}{\left( \sum_{k=1}^{N_k} \frac{(S_{k,i,t} P_{k,t} + S_{k,i,t-1} P_{k,t-1})}{2} \right)} \quad \text{رابطه ۳}$$

وجود نرخ گردش بالا بیانگر سرمایه‌گذاران نهادی با دید کوتاه‌مدت و نرخ گردش بالا سرمایه‌گذاران نهادی نشانگر سرمایه‌گذاران نهادی با دید بلندمدت هستند و به‌منظور اندازه‌گیری دقیق‌تر از میانگین نرخ گردش سه‌ماهه سهام‌داران نهادی با رابطه ۴ استفاده شده است.

$$Average\ INS_{i,t} = \left( \frac{1}{4} \sum_{r=0}^3 INS_{i,t-r} \right) \quad \text{رابطه ۴}$$

سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت (میان‌مدت / بلندمدت) به‌عنوان سرمایه‌گذارانی تعریف می‌شوند که دارای میانگین نرخ گردش بالا (متوسط / پایین) هستند و سپس سه دسته از افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت (میان‌مدت / بلندمدت) مشخص می‌شوند.

از میانگین نرخ گردشی هر سرمایه‌گذار نهادی در رابطه ۴، در راستای ایجاد گردش مالی کلی سرمایه‌گذار نهادی برای شرکت  $k$  در سه‌ماهه  $t$  طی رابطه ۵ استفاده شده است.

$$\text{Investor Turnover} = \sum_{i=1}^{J_i} W_{k,i,t} (\text{Average } INS_{i,t}) \quad (\text{رابطه ۵})$$

که در آن،  $J_i$  تعداد کل سرمایه‌گذاران نهادی که در صورت‌های مالی شرکت  $k$  گزارش می‌شود.  $W_{k,i,t}$  وزن سرمایه‌گذاران نهادی  $i$  که در شرکت  $k$  در سه‌ماهه  $t$  نگهداری می‌شود. در این صورت اگر تعداد سهام فصل جاری بیشتر از فصل قبل باشد، خرید سرمایه‌گذار و اگر تعداد سهام فصل جاری کمتر از فصل قبل باشد، فروش سرمایه‌گذار محاسبه می‌شود.

### متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی که همگی نسبت به متغیر وابسته به‌صورت یک سال قبل (تأخیری) هستند در ادامه ارائه شده‌اند.

**سودآوری:** سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر کل دارایی‌ها در سال  $t-1$  است.

**دارایی‌های مشهود:** ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت  $i$  در سال  $t-1$  است.

**کیوتوبین:** از طریق ارزش بازار سرمایه به‌علاوه ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

**اهرم:** از طریق جمع بدهی‌ها تقسیم بر جمع دارایی‌ها در سال  $t-1$  به‌دست می‌آید.

**اندازه شرکت:** از طریق محاسبه لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت در سال  $t-1$  به‌دست می‌آید.

**Z-Score آلتمن:** متغیری مجازی است که اگر مقدار z-Score در سال  $t-1$  کمتر از  $1/81$  باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت، عدد صفر به آن اختصاص داده می‌شود.

### مدل‌های آزمون فرضیه‌ها

همان‌گونه که قبلاً بیان شده، در این پژوهش تأثیرگذاری افق‌های سرمایه‌گذاری بر تأمین مالی از طریق بدهی بانکی مورد بررسی قرار گرفته است، که جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از رابطه ۶ به شرح ذیل استفاده شده است.

$$\begin{aligned} \text{Bank Debt}_{i,t} & \quad \text{رابطه ۶)} \\ & = \alpha + \beta_1(\text{INSShareholder}_{i,t}) + \beta_2\text{Controls}_{i,t-1} \\ & \quad + \text{year dum} + \text{Industry dum} + e_{i,t} \end{aligned}$$

که در آن، Bank Debt درصد بدهی بانکی شرکت  $i$  در دوره  $t$ ؛ INS-Shareholder متغیرهای افق سرمایه‌گذاری سهام‌دار شرکت  $i$  در دوره  $t-1$ ؛ Controls متغیرهای کنترلی شرکت  $i$  در دوره  $t-1$ ؛ year dum متغیر مجازی سال و Industry dum متغیر مجازی صنعت است.

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که برای جمع‌آوری، خلاصه کردن، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. در واقع این آمار، داده‌ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می‌کند و طرح یا الگوی کلی از داده‌ها برای استفاده سریع و بهتر از ارائه می‌دهد. در یک جمع‌بندی با استفاده مناسب از آمار توصیفی، می‌توان ویژگی‌های یک دسته از اطلاعات را بیان کرد. پارامترهای مرکزی و پراکندگی به همین منظور به کار می‌روند. کارکردهای این معیارها این است که می‌توان خصوصیت‌های اصلی مجموعه‌ای از داده‌ها را به صورت یک عدد بیان کنند و بدین ترتیب، افزون بر آن که به فهم بهتر نتایج یک آزمون کمک می‌کنند، مقایسه نتایج آن آزمون را با آزمون‌ها و مشاهدات دیگر نیز تسهیل می‌کند. در جدول ۱، برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها خواهد بود. برای مثال، با توجه به جدول مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی حدود ۶۲ درصد است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته و به طور میانگین شرکت‌های نمونه، ۶۲ درصد از منابع مالی خود را از طریق بدهی و ۳۸ درصد از منابع مالی را از طریق حقوق صاحبان سهام تأمین کرده‌اند. میانه، یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، میانه متغیر سودآوری شرکت حدود ۸ درصد است که نشان می‌دهد نیمی از شرکت‌های نمونه طی دوره پژوهش دارای سودآوری بیش از ۸ درصد بوده‌اند. انحراف معیار یکی از پارامترهای مهم پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است. مقدار این پارامتر برای متغیر اندازه شرکت برابر با ۲۴/۱ است.

بعد از اینکه فروض کلاسیک مربوط به رگرسیون و مانایی متغیرهای پژوهش بررسی شده و روش تخمین مدل نیز مشخص شد، نوبت آن است که مدل با توجه به نتایج آزمون F لیمر و هاسمن برآورد شود. زمانی که تعداد شرکت‌ها از مقاطع دوره زمانی بیشتر باشد، ممکن است مشکل ناهمسانی واریانس رخ دهد. در این پژوهش، برای تشخیص ناهمسانی واریانس‌ها از آزمون وایت و برای تشخیص وجود خودهمبستگی بین متغیرها از آزمون خودهمبستگی سریالی بروش - گادفری استفاده شده است. شایان ذکر است که در مدل استفاده شده، وجود ناهمسانی واریانس‌ها تأیید شده و از آزمون GLS استفاده شده است. در نهایت، نرم‌افزار ایویوز ۸ برای تشخیص رابطه موجود بین متغیرها به کار گرفته شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
تأمین مالی از بدهی بانکی	Bank debt	۹۴۵	۰/۳۹۹	۰/۲۸۹	۰/۰۰۰	۰/۶۹۱	۰/۲۰۷
افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت	S-Shareholder	۹۴۵	۰/۲۶۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱	۰/۴۴۳
افق سرمایه‌گذاری بلندمدت	L-Shareholder	۹۴۵	۰/۴۵۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱	۰/۴۹۸
سودآوری	Prifitability	۹۴۵	۰/۰۹۸	۰/۰۸۶	-۰/۱۵۱	۰/۳۵۶	۱۲۸/۰
دارایی‌های ثابت	Tangibility	۹۴۵	۰/۲۵۵	۰/۲۰۹	۰/۰۴۳	۰/۶۴۹	۱۷۴/۰
شاخص کیو توبین	Q tobin	۹۴۵	۱/۶۴۸	۱/۵۲۰	۰/۷۰۴	۳/۲۰۵	۶۶۸/۰
اهرم مالی	Leveage	۹۴۵	۰/۶۲۹	۰/۶۱۳	۰/۲۰۶	۱/۱۸۱	۲۵۰/۰
اندازه شرکت	Size	۹۴۵	۱۴/۴۹۲	۱۴/۳۸۳	۱۲/۴۰۹	۱۷/۰۷۴	۲۴۲/۱
Z-Score	Z	۹۴۵	۰/۰۸۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۲۸۱

### آزمون فرضیه اول

به‌منظور آزمون فرضیه اول، از نتایج تخمین مدل پژوهش ارائه‌شده شده در جدول ۲ بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معناداری) F برابر ۰/۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است،

فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل معنادار است. مقدار آماره دوربین – واتسون ۷۰/۱ است که این مقدار، نبود خودهمبستگی خطاها (مرتب اول) را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که تقریباً ۱۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

جدول ۲. نتایج تخمین مدل اول پژوهش

متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	C	۱۱۷/۰	۰۹۵/۰	۲۳۱/۱	۲۱۸/۰
سهام‌دار نهادی با افق کوتاه‌مدت	S-SHAREHOLDER	۰/۰۶۳	۰۱۴۱/۰	۵۳۵/۴	۰/۰۰۰
سودآوری	PROFITABILITY	۰/۲۱۲۳	۰۶۹/۰	-۰۶۴/۳	۰۰۲/۰
نسبت دارایی‌های ثابت	TANGIBILITY	۰۶۸/۰	۰۳۸/۰	۰۷۷/۱	۰۷۵/۰
نسبت کیو-توبین	Q tobin	-۰/۴۴۴	۰۱۱/۰	۴/۱۹۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEVERAGE	۱۴۴/۰	۰/۰۳۱	۵۴۳/۴	۰۰۰/۰
اندازه شرکت	SIZE	۰۲۲/۰	۰۰۵/۰	۰۵۴/۴	۰۰۰/۰
شاخص z-اسکور	Z	۰/۰۱۶	۰۲۴/۰	۰/۶۶۳	۵۰۷/۰
شاخص سال مالی	YEAR	-۱۵۸/۰	۰۴۷/۰	-۳/۳۶۶	۰۰۱/۰
شاخص صنعت	INDUSTRY	۰۰۱/۰	۰۰۱/۰	۲۸۹/۰	۰/۱۹۷
ضریب تعیین		۰/۱۶۹			
ضریب تعیین تعیین شده		۰/۱۶۱			
دوربین واتسون		۷۰۹/۱			
آماره F		۱۲۴/۲۱			
احتمال (آماره F)		۰/۰۰۰			

### آزمون فرضیه دوم

به‌منظور آزمون فرضیه دوم، از نتایج تخمین مدل پژوهش ارائه‌شده در جدول ۳ بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معناداری) F برابر ۰/۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون ۶۸/۱ است که این مقدار، نبود خودهم‌بستگی خطاها (مرتب اول) را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد که تقریباً ۱۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

جدول ۳. نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	C	۰/۱۱۶	۰/۰۹۵	۱/۲۱۸	-۰/۲۲۳
سهام‌دار نهادی با افق بلندمدت	L-SHAREHOLDER	-۰/۰۳۰	۰/۰۱۲	-۲/۳۸۳	-۰/۰۱۷
سودآوری	PROFITABILITY	-۰/۱۹۱	۰/۰۶۹	۷۳۹/۲	-۰/۰۰۶
نسبت دارایی‌های ثابت	TANGIBILITY	۰/۰۶۲	۰/۰۳۹	۱/۶۰۵	-۰/۱۰۸
نسبت کیو - توپین	Q tobin	-۰/۰۴۴	۰/۰۱۰	۴/۱۷۷	-۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEVERAGE	۰/۱۵۰	۰/۰۳۱	۴/۷۱۲	-۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۲۳	۰/۰۰۵	۴/۱۸۵	-۰/۰۰۰
شاخص Z اسکور	Z	۰/۰۱۳	۰/۰۲۳	-۰/۵۴۳	-۰/۵۸۷
شاخص سال مالی	YEAR	-۰/۱۴۸	۰/۰۴۷	۳/۱۳۸	-۰/۰۰۱
شاخص صنعت	INDUSTRY	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۱/۱۲۴	-۰/۲۶۱
ضریب تعیین			۰/۱۵۵		
ضریب تعیین شده تعدیل‌شده			۰/۱۴۷		
دوربین - واتسون			۱/۶۸۸		
آماره F			۱۹/۰۸۶		
احتمال (آماره F)			-۰/۰۰۰		



در حالت کلی، نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت  $0/030-$  بوده که نشان‌دهنده رابطه منفی افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و تأمین مالی از طریق بدهی بانکی است که با توجه به سطح معناداری  $0/017$  که کمتر از  $5$  درصد است، معنادار است. با توجه به موارد بیان شده، فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. به عبارتی، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که با حضور سهام‌داران نهادی با افق بلندمدت، میزان تأمین مالی از طریق بدهی بانکی کاهش پیدا می‌کند. به عبارتی، حضور سرمایه‌گذار نهادی با افق بلندمدت در شرکت، موجب می‌شود که تأمین مالی شرکت توسط این سهام‌داران و از طریق افزایش سرمایه انجام شده و در چنین شرایطی، تأمین مالی از طریق بدهی به تناسب افزایش حضور آن‌ها کاهش یابد.

### نتیجه‌گیری

بر مبنای فرضیه نخست انتظار می‌رفت که بین سهام‌داران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و تأمین مالی از طریق بدهی بانکی رابطه‌ی معناداری وجود داشته باشد. در حالت کلی نتایج نشان می‌دهد که با حضور سهام‌داران نهادی با افق کوتاه‌مدت، میزان تأمین مالی از طریق بدهی بانکی افزایش می‌یابد. نتایج آزمون این فرضیه این‌گونه تفسیر می‌شود که یکی از راه‌کارهای تأمین مالی توسط شرکت‌ها، تأمین مالی از سهام‌داران و افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهام‌داران هستند. از طرفی، سهام‌داران نهادی با افق کوتاه‌مدت، با توجه به رویکرد و استراتژی اتخاذ شده به حضور در شرکت در بلندمدت تمایلی ندارند، بنابراین حاضر به تأمین نیاز مالی شرکت نخواهند بود. از این رو، شرکت‌ها در چنین شرایطی مجاب به استفاده از بدهی از جمله تسهیلات برای تأمین مالی خواهند شد. به‌طور کلی، با توجه به این استدلال، وجود رابطه مثبت بین حضور سهام‌داران نهادی با افق کوتاه‌مدت و تأمین مالی از طریق بدهی منطقی است. نتایج آزمون این فرضیه با نتایج پژوهش فریس و شین<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) و هیانگ، میژوه و جولین<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) مطابق است.

بر مبنای فرضیه دوم انتظار می‌رفت که بین سهام‌داران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و تأمین مالی از طریق بدهی بانکی رابطه معناداری وجود داشته باشد. در حالت کلی، نتایج نشان می‌دهد که با حضور سهام‌داران نهادی با افق بلندمدت، میزان تأمین مالی از طریق بدهی بانکی

کاهش می‌یابد. یکی از راه‌کارهای تأمین مالی که ریسک کمتری به شرکت منتقل می‌کند، (نظیر ریسک ناتوانی بازپرداخت بدهی در سررسید) تأمین مالی از طریق سهام‌داران است. با توجه به رویکرد سهام‌داران نهادی با افق بلندمدت، آن‌ها به‌منظور حمایت به تأمین مالی شرکت (از جمله از طریق افزایش سرمایه) اقدام کرده و با افزایش نسبت حقوق مالکانه، نسبت بدهی منطقی به نظر خواهد رسید.

نتایج آزمون این فرضیه مطابق با نتایج لین و همکاران (۲۰۱۴)، چانگ و همکاران (۲۰۱۵) و سان و همکاران (۲۰۱۵) بوده، اما با نتایج پژوهش هیانگ و همکاران (۲۰۱۴) مطابق نیست. نتایج نشان‌دهنده رابطه منفی افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و رابطه مثبت افق سرمایه‌گذاری بلندمدت با تأمین مالی از طریق بدهی بانکی است. با توجه به اهمیت و تأثیر شایان توجه تأمین مالی بدهی بر بازده سهام و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، توصیه می‌شود سرمایه‌گذاران به این موضوع توجه داشته باشند که هنگام اخذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، به افق سرمایه‌گذاران به‌عنوان موضوع تأثیرگذار بر بازده سهام‌داران توجه داشته باشند. همچنین، بانک‌ها به‌منظور کاهش ریسک اعتباری خود در پرداخت تسهیلات به شرکت‌ها، به افق سرمایه‌گذاران نهادی شرکت توجه ویژه‌ای داشته باشند.

## منابع و مأخذ

### الف. فارسی

جلالی کندلوسی، هوشیا (۱۳۹۷). *بررسی ارتباط بین ترکیب سهام‌داران و هزینه نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه آموز عالی حکیم جرجانی.

ستایش، محمدحسین؛ منفرد مهارلویی، محمد و ابراهیمی، فهیمه (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی، *بیشرفت‌های حسابداری*، (۱)، ۵۳-۸۷.

شیخ، محمد جواد؛ دهقانی، جلال و راعی عزآبادی، محمد ابراهیم (۱۳۹۲). تأثیر نرخ تورم بر تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (از طریق بدهی بانکی و انتشار سهام). *فصل‌نامه پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، (۲)، ۵۱-۶۸.

مشایخی، بیتا و پارسایی، منا (۱۳۹۲). رابطه تأمین مالی شرکت از طریق بدهی‌ها با کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، (۵۳)، ۷۲-۹۵.

## ب. انگلیسی

Brandon, N.C., Fu, X. & Tang, T. (2020). Shareholder investment horizons and bank debt financing. *Journal of Banking and Finance*, 110, 1-17.

Derrien, F., Kecskés, A., Thesmar, D. (2013). Investor horizons and corporate policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(6), 1755–1780.

Elyasiani, E. & Jia, J. (2010). Distribution of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 34, 606-620.

Fangyuan, W. & Ying, L. (2020). Quality of Accounting Information Disclosure and Debt Financing Cost: Literature Review. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 5(4), 191-194

Fu, X., Kong, L., Tang, T., Yan, X. (2019). *Insider trading and shareholder investment horizons*. *Journal of Corporate Finance*, 62. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101508>

Gaspar, J., Massa, M., Matos, P. (2005). Shareholder investment horizons and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 76, 135–165.

Harford, J., Kecskés, A., Mansi, S. (2018). Do long-term investors improve corporate decision making? *Journal of Corporate Finance*, 50, 424–452.

Hennessy, C. A. & Whited, T. M. (2005). Debt Dynamics. *Journal of Finance*, 60, 1129–1165.

Hirschman, A.O. (1970). *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms*. Harvard University Press, Cambridge, MA Organizations and States

Kim, H. D., Kim, Y., & Mantecon, T. (2019). Short-term institutional investors and agency costs of debt. *Journal of Business Research*, 95, 195-210.

Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., Xuan, Y. (2013). Corporate ownership structure and the choice between bank debt and public debt. *Journal of Financial Economics*, 109, 513–534.

Manzur Hasan, M., Cheung, A. & Taylor, G. (2020). Financial statement comparability and bank risk-taking, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(3), 100206.

Mironiuc, M. (2009). *Gestiunea Financiar Contabila a Întreprinderii: Concept, Politici, Practici*, Sedcom Libris, Iasi.

Sun, J., Ding, L., Guo, J., Li, Y. (2015). Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, doi: 10.1016/j.bar.2015.04.001