

## رابطه بین مالکیت دولتی باقی مانده و مالکیت خارجی با الگوهای تامین مالی (مورد مطالعه: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)

رضا ابراهیمی<sup>۱</sup>  
علی اکبر رجبی<sup>۲\*</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۱۲ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۹/۳۰

### چکیده

پس از فرآیندهای خصوصی سازی شرکت های دولتی در طی سال های اخیر، همچنان سطحی از مالکیت دولتی در ساختار مالکیت آن ها باقی مانده است که نقش آن در تامین مالی شرکت یک موضوع بحث برانگیز در ادبیات است. از سوی دیگر، به دلیل کمبود اطلاعات در خصوص در مورد مالکیت خارجی، تحقیقات در این حوزه بسیار محدود و نتایج متناقض است. از این رو هدف اصلی مطالعه حاضر، تعیین رابطه بین مالکیت دولتی باقی مانده، مالکیت خارجی و الگوهای تامین مالی شرکت است. این پژوهش از نوع توصیفی و همبستگی است. اطلاعات مورد نیاز از داده های تابلویی ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره ۶ ساله ۱۳۹۵-۱۴۰۰ جمع آوری شده است. تجزیه و تحلیل داده های به دست آمده از بانک اطلاعاتی، با استفاده از نرم افزار ایویوز ۱۰ انجام شد. یافته های حاصل از برآورد مدل نشان می دهد که بین مالکیت دولتی باقی مانده و تامین مالی شرکت رابطه معنی داری وجود دارد؛ اما مشخص شد بین مالکیت خارجی و تامین مالی خارجی شرکت رابطه معنی داری وجود ندارد. در نهایت نتایج نشان داد که رابطه بین اثر هم زمان مالکیت دولتی باقی مانده و مالکیت خارجی با تامین مالی شرکت معنی دار است. نتایج این پژوهش علاوه بر توسعه ادبیات مربوط به مالکیت دولتی باقی مانده، مالکیت خارجی و الگوهای تامین مالی، به سیاست گذاران و تحلیل گران مالی در ارزیابی رابطه ساختار مالکیت و تامین مالی در سرمایه گذاری، کمک می کند.

### واژگان کلیدی

مالکیت دولتی باقی مانده، مالکیت خارجی، الگوهای تامین مالی، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۱ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی تهران، واحد ورامین-پیشوا، ایران. ([reebrahimii@gmail.com](mailto:reebrahimii@gmail.com))

۲ استادیار حسابداری، گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی استان تهران، واحد ورامین-پیشوا، ایران. ([rajabicpa@yahoo.com](mailto:rajabicpa@yahoo.com))

## ۱. مقدمه

بی‌شک رشد و ادامه فعالیت‌های شرکت‌ها نیازمند منابع مالی است که تامین آن همواره با محدودیت‌هایی مواجه است (شیخی و حسن‌زاده دیوا، ۱۳۹۹). تامین مالی شرکتی، شامل راهکارهایی است که می‌توان از طریق آن‌ها وجوهی را کسب کرد (رحمانی نوروزآباد و همکاران، ۱۳۹۹) و یکی از عوامل حیاتی در تعیین ارزش شرکت و ثروت سهامداران محسوب می‌شود (حسینی و اسماعیل‌پورمقدم، ۱۳۹۹). با این حال، از آنجایی که تامین مالی، اغلب از عهده مؤسسين شرکت خارج است، یکی از مهم‌ترین چالش‌های شرکت‌ها و مورد توجه محققان و دست‌اندرکاران است (لیو و ژو، ۲۰۲۰).

طی ۳۰ سال گذشته، خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی یک پدیده گسترده در اقتصادهای توسعه یافته، در حال توسعه و نوظهور بوده است (چن<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۱). با این حال، دهه‌های اخیر شاهد ظهور مجدد جهانی «سرمایه‌داری دولتی» بوده است. افزایش مالکیت دولتی در شرکت‌های خصوصی حتی روند خصوصی‌سازی‌ها را در اوایل قرن بیست و یکم معکوس کرده است (یانگ<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۳). از طرفی در عمل، به نظر نمی‌رسد که خصوصی‌سازی، به‌ویژه در اقتصادهای در حال توسعه همیشه از یک مدل آرمانی پیروی کند (وو<sup>۴</sup>، ۲۰۲۳). بوبکری<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۰۸) در ارزیابی تجربه خصوصی‌سازی کشورهای در حال توسعه طی دوره ۱۹۸۸ تا ۲۰۰۵ نشان می‌دهد که بیشتر دولت‌ها به جای واگذاری فوری تمام مالکیت خود، تنها بخشی از آن را در طول زمان واگذار می‌کنند (بوبکری و همکاران، ۲۰۲۳). در اغلب مواقع دولت‌ها تمایل به دست کشیدن از کنترل بر شرکت‌ها ندارند؛ دولت‌ها یا درصد قابل توجهی از سهام را حفظ می‌کنند یا نمایندگانی را در پست‌های کلیدی در شرکت‌ها منصوب می‌کنند که مالکیت دولتی باقی‌مانده<sup>۶</sup> نامیده می‌شود. شرکت‌هایی که مالکیت دولتی باقی‌مانده دارند احتمالاً مشابه شرکت‌های دولتی رفتار می‌کنند؛ این شرکت‌ها درحالی که ممکن است از محدودیت ملایم بودجه سود ببرند، ممکن است در اثر تشدید تئوری نمایندگی رنج ببرند. از این‌رو تأثیر مالکیت دولتی باقی‌مانده هنوز یک موضوع بحث‌برانگیز است، در حالی که برخی تحقیقات نشان‌دهنده کارایی مثبت مالکیت دولتی در ساختار شرکت هستند (شیخی و حسن‌زاده دیوا، ۱۳۹۹؛ لاله ماجین و همکاران، ۱۳۹۶؛ وو، ۲۰۲۳؛ بوی<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۲۲)؛ برخی تحقیقات بر ناکارآمدی و پیامدهای منفی مالکیت دولتی تاکید دارند (لیو و ژو، ۲۰۲۰؛ نگوین و وو<sup>۸</sup>، ۲۰۲۲).

از سویی اهمیت سرمایه‌گذاری خارجی در انرژی بخشیدن به اقتصاد یک کشور در بسیاری از مطالعات در سطح کلان به خوبی ثابت شده است (ترن<sup>۹</sup>، ۲۰۲۲). شواهد تحقیقاتی نشان می‌دهد مالکیت خارجی با محدودیت‌های مالی کمتر (مرتزانيس<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۷)، بهره‌وری بالاتر (ژو<sup>۱۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۲) و مشکلات نمایندگی کمتر و افشای اطلاعات بیشتر

<sup>1</sup> Liu & Xu

<sup>2</sup> Chen

<sup>3</sup> Yang

<sup>4</sup> Vo

<sup>5</sup> Boubakri

<sup>6</sup> Residual state ownership

<sup>7</sup> Bui

<sup>8</sup> Nguyen & Vo

<sup>9</sup> Tran

<sup>10</sup> Mertzanis

<sup>11</sup> Xu

(آگاروال<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۱) مرتبط است. با این حال، مالکان این شرکت‌ها در مقایسه با همتایان داخلی خود، معمولاً به دلیل فاصله جغرافیایی، موانع زبانی و فرهنگی، تفاوت در شرایط اقتصادی و محیط‌های نظارتی در وضعیت نامناسب اطلاعاتی قرار دارند (هان<sup>۲</sup> همکاران، ۲۰۲۲). شرکت‌های دارای مالکیت خارجی نیز ممکن است از ارتباطات کمتری با بانک‌های داخلی، چه دولتی و چه خصوصی، رنج ببرند. از این رو هیچ تضمینی وجود ندارد که عرضه وجوه از سوی بانک‌ها/تامین‌کنندگان داخلی به شرکت‌های دارای مالکیت خارجی مثبت باشد (لیو و ژو، ۲۰۲۰). همچنین تأثیرات مالکیت خارجی در کشورهای در حال توسعه، به ویژه کشورهای کمتر توسعه یافته، ناشناخته باقی مانده است (ژو و همکاران، ۲۰۲۲).

نتایج حاصل از رقابت‌پذیری مجمع جهانی اقتصاد نشان می‌دهد که از نگاه فعالان اقتصادی در ایران، مشکل دسترسی به منابع مالی در میان ۱۵ مانع موجود بر سر راه کسب‌وکار در ایران در سال ۱۳۹۳، دارای سومین رتبه است (نعمتی و همکاران، ۱۳۹۵). در ایران نیز از سال ۱۳۵۸، خصوصی‌سازی واحدهای دولتی و تحت پوشش دولت، به عنوان بخشی از سیاست تعدیل اقتصادی، با سرعت و عجله دنبال شده است. مقرر شد حدود ۸۰ درصد مالکیت شرکت‌های موضوع اصل ۴۴ قانون اساسی به مالکیت عمومی منتقل شوند و دولت مالکیت ۲۰ درصد باقی مانده را حفظ کند. در طی این روند سهمی از مالکیت دولت به فروش رسید اما بخشی از تصدی دولتی در شرکت‌ها باقی ماند. از آنجایی که ادبیات تحقیق نشان داد لازمه خصوصی‌سازی در همه جا و همه موارد انتقال تمام و کمال مالکیت به بخش خصوصی نیست، بلکه با انتقال بخشی از مالکیت دولتی، ضمن حفظ تصدی دولتی می‌توان، به نتایج اثربخش‌تری دست یافت؛ اما شواهد تحقیقاتی در این زمینه محدود است. همچنین با توجه به ظرفیت بالای کشورهای در حال توسعه برای جذب سرمایه‌گذاری‌های خارجی، انتظار می‌رود که تأثیرات مالکیت خارجی برای اقتصادهای نوظهور جذاب‌تر باشد. با این حال به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی بالا و حمایت ناکافی از سرمایه‌گذار خارجی در کشور، رابطه بین مالکیت خارجی و تامین مالی خارجی نیز مبهم است؛ بنابراین در این پژوهش بر ساختار مالکیت دولتی باقی مانده و خارجی تمرکز شده و با بررسی رابطه آنها با تامین مالی خارجی سعی شده است در این قلمروهای کمتر شناخته شده بر این موضوع تمرکز شود که در شرایط خاص اقتصادی کشور و بحث پررنگ محدودیت‌های تامین مالی، ترکیب ساختار مالکیت شرکت‌ها چه نقشی در کاهش محدودیت‌های تامین مالی به منظور رقابت با شرکت‌های مشابه دارد.

نوآوری پژوهش را می‌توان از چند بعد برجسته کرد، اولاً این تحقیق ساختار مالکیت دولتی باقی مانده را مد نظر قرار داده است، یعنی شرکت‌هایی که وارد فرآیند خصوصی‌سازی شده‌اند، اما همچنان دارای درصدی از مالکیت دولتی هستند. در حالی که تحقیقات گذشته اغلب مزایای حاصل از مالکیت خصوصی در مقایسه با مالکیت دولتی ارائه می‌دهد. دوماً این تحقیق به طور همزمان به بررسی تاثیر مالکیت دولتی باقی مانده و مالکیت خارجی بر تامین مالی می‌پردازد؛ همچنین اثر متقابل آنها را مورد بررسی قرار می‌دهد. اثر متقابل بین مالکیت دولتی و خارجی از آن جهت مهم است که مشخص شود هم‌افزایی یکپارچه سازی دو مالکیت نسبت به هزینه‌های هماهنگی بین آنها بیشتر است یا خیر. سوماً تحقیقات گذشته شرکت‌های بورسی در کشورهای توسعه یافته را بررسی می‌کند؛ اما این تحقیق بر شرکت‌های بورسی در یک اقتصاد در حال توسعه یا نوظهور تمرکز دارد که با ویژگی‌های کشورهای در حال توسعه تفاوت دارد. چن و همکاران

<sup>1</sup> Aggarwal

<sup>2</sup> Han

(۲۰۲۱) نیز نشان می‌دهد که رابطه بین مالکیت دولتی و تامین اعتبار در کشورهای مختلف متفاوت است. کشورهای در حال توسعه پویایی خاصی را نشان می‌دهند که احتمالاً بر نحوه اجرای خصوصی‌سازی تأثیر می‌گذارد (بوبری و همکاران، ۲۰۲۳). به زعم خواجوی و همکاران (۱۴۰۰) نیز ساختار شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ ساختار مالکیت، تمرکز و نقدشوندگی بالا، از شرکت‌های بورسی کشورهای توسعه یافته متمایز است. نتایج این پژوهش می‌تواند، ضمن بسط مبانی نظری مرتبط با متغیرهای پژوهش، در اختیار سیاست‌گذاران قرار گرفته تا از طریق انتخاب نحوه ساختار مالکیت شرکت، به بهبود تامین مالی و در نتیجه افزایش ثروت و بازده سهامداران منجر شوند. همچنین سهامداران می‌توانند با اتکا به نتایج تحقیق از آن به عنوان راهنمایی جهت انتخاب شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری بهره‌گیرند.

با توجه به آنچه گفته شد تحقیق حاضر به دنبال پاسخگویی به این سوال است:

چه رابطه‌ای بین مالکیت دولتی باقی‌مانده و مالکیت خارجی با الگوهای تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟

## ۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

### ۲-۱. تامین مالی

تأمین مالی شرکتی، به راهکارهایی معطوف است که می‌توان از طریق آن وجوهی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها را کسب کرد (رحمانی نوروآباد و همکاران، ۱۳۹۹). به‌طور کلی تامین مالی از دو روش منابع داخلی (سود انباشته) و منابع خارجی (تسهیلات کوتاه‌مدت و بلندمدت و انتشار سهام جدید) صورت می‌گیرد (شیخی و حسن‌زاده دیو، ۱۳۹۹). نیازهای مالی ابتدا از منابع مالی داخلی تامین می‌شود، در صورتی که تامین مالی همچنان مورد نیاز باشد، از بیرون تامین می‌شود (سولستیانسیح و سانتی<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳). تامین مالی خارجی به پولی اطلاق می‌شود که از خارج از یک کسب‌وکار به دست می‌آید. چندین روش خارجی وجود دارد که یک تجارت می‌تواند از آن استفاده کند، از جمله وام‌های بانکی و اضافه برداشت، سرمایه‌گذاران خطرپذیر، شرکای جدید، صدور سهام، اعتبار تجاری، اجاره، خرید اجاره و کمک‌های مالی دولتی (گرانندی و ورویجرمن<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). وام منبع مهم تامین مالی برای رشد و توسعه شرکت‌ها است (سولستیانسیح و سانتی، ۲۰۲۳). تامین مالی بیرونی از محل انتشار بدهی و سهام تأمین می‌شود (رحمانی نوروآباد و همکاران، ۱۳۹۹). زمانی که شرکت‌ها سهام خود را به سرمایه‌گذاران برای افزایش سرمایه می‌فروشند، به آن تامین مالی از سهام می‌گویند. تامین مالی از طریق بدهی برعکس تامین مالی سهام است که مستلزم انتشار سهام برای جمع‌آوری پول است (رضاقره باغ و محمدی، ۱۳۹۴).

### ۲-۲. مالکیت دولتی باقی‌مانده

اخیراً خصوصی‌سازی به یک رویکرد رایج برای اصلاح شرکت‌های دولتی در سراسر جهان تبدیل شده است. بوبری و همکاران (۲۰۰۸) با توصیف فرآیند خصوصی‌سازی در چندین کشور دریافتند که در واقع، فروش مالکیت عموماً تدریجی و مبهم است (بوبری و همکاران، ۲۰۲۳). از این رو پس از فرآیندهای خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی در بسیاری از اقتصادهای در حال گذار، همچنان سطح بالایی از مالکیت دولتی باقی‌مانده وجود دارد. مالکیت دولتی

<sup>1</sup> Sulistianingsih & Santi

<sup>2</sup> Grundy & Verwijmeren

باقی مانده، شامل شرکت‌هایی است که هنوز بخشی از مالکیت آن‌ها در اختیار دولت است (نگوین و وو، ۲۰۲۲). مالکیت دولتی باقی مانده به عنوان درصد مالکیت دولتی باقی مانده در یک شرکت خصوصی شده پس از خصوصی سازی تعریف می شود (چن و همکاران، ۲۰۲۱). مالکیت دولتی باقی مانده یک خصوصی سازی جزئی و تدریجی است که در آن دولت همچنان مالکیت قابل توجهی در اکثر شرکت‌های خصوصی شده دارد (لیو و ژو، ۲۰۲۰). اگرچه بیشتر استدلال‌های نظری علیه مالکیت دولتی بوده است، اما دلایلی به نفع مالکیت دولتی وجود دارد. طبق نظریه ذینفعان<sup>۱</sup> سودآوری به ظاهر بالاتر شرکت‌های خصوصی لزوماً به این معنا نیست که شرکت‌های دولتی کارآمدی کمتری دارند، زیرا شرکت‌های دولتی ممکن است علاوه بر حداکثر کردن سود، اهداف توسعه اقتصادی و اجتماعی ملی را نیز دنبال کنند (استیگلتز<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸). تئوری نمایندگی همچنین می تواند برای حمایت از مالکیت دولتی استفاده شود. برخی از اقتصاددانان استدلال می کنند که دولت از طریق مالکیت خود می تواند در راستای نظارت و کاهش تخلفات مدیران عمل کند (نگوین و وو، ۲۰۲۲). بر اساس نظریه‌های فوق، تأثیر مالکیت دولتی باقی مانده بر تامین مالی شرکت‌ها هنوز یک موضوع بحث برانگیز است.

### ۲-۳. مالکیت خارجی

مالکیت خارجی به معنی مالکیت خارجی یک تجارت یا منابع طبیعی در یک کشور توسط افرادی که شهروند آن کشور نیستند یا توسط شرکت‌هایی که مقر آن‌ها در آن کشور نیست، است. مالکیت خارجی در یک محیط تجاری، حوزه‌ای است که کمتر مورد بررسی قرار گرفته است (همدان<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸).

شرکت‌های دارای مالکیت خارجی آن دسته از شرکت‌هایی هستند که سرمایه آنها به طور کامل یا جزئی از مشارکت پذیرفته شده سرمایه گذاران خارجی تشکیل شده است. اصطلاح شرکت با مالکیت خارجی اغلب با اصطلاح سرمایه گذاری مستقیم خارجی مرتبط است. سرمایه گذاری مستقیم خارجی یک رابطه سرمایه گذاری طولانی بین یک واحد مقیم و یک نهاد غیر مقیم است. به عنوان یک قاعده، به این معنی است که سرمایه گذار تأثیر مدیریتی قابل توجهی بر شرکتی که در آن سرمایه گذاری کرده است، اعمال می کند (میهای<sup>۴</sup>، ۲۰۱۴).

### ۲-۴. پیشینه پژوهش

اقلاریز و موسوی شیری (۱۴۰۲) در بررسی تأثیر حاکمیت داخلی و خارجی شرکت‌ها بر سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سالهای ۱۴۰۰-۱۳۹۳ دریافتند ارتباط منفی و معنی داری بین درصد سهامداران نهادی، درصد اعضای خانواده در هیئت مدیره و تقسیم سود سهام وجود دارد. بر خلاف آن بین مالکیت مدیریتی و مالکیت خانوادگی با تقسیم سود رابطه معنی داری وجود ندارد.

شیخی و حسن زاده (۱۳۹۹) به بررسی رابطه بررسی رابطه مالکیت دولتی، محدودیت در تامین مالی، گزارشگری مالی متقالبانه و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. بدین منظور اطلاعات ۱۵۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفته است. یافته‌ها حاکی از آن است بین مالکیت دولتی و محدودیت در تامین مالی و نیز بین محدودیت در تامین مالی و عملکرد رابطه معنادار وجود دارد.

<sup>1</sup> stakeholder theory

<sup>2</sup> Stiglitz

<sup>3</sup> Hamdan

<sup>4</sup> Mihai

گرد و همکاران (۱۳۹۷) در بررسی بررسی رابطه مالکیت دولتی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ نشان دادند که ارتباط مستقیم و معنادار بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت برقرار است. حاجیان، داعانی و موسیوند (۱۳۹۶) دریافتند بین مالکیت خارجی با مدیریت سود رابطه منفی و معناداری مشاهده شده است، این موضوع به معنی دست کاری کمتر در نتایج واقعی و گزارش سود شرکت است. این موضوع در کشورهای همچون ایران که اغلب میزان تمرکز مالکیت بالا است و انگیزه کمتری برای شفافیت وجود دارد، مشهود است.

یانگ و همکاران (۲۰۲۳) در بررسی سرمایه دولتی و دارایی های نقدی در شرکت های خصوصی طبیعی در چین، به این نتیجه رسیدند که مالکیت دولتی باقی مانده در چین به طور قابل توجهی دارایی های نقدی را افزایش می دهد. بر این اساس یافته ها نشان می دهند که مالکیت دولتی احتمالاً حاکمیت درونی شرکت های خصوصی را بهبود می بخشد و گرایش سنتی درک دولت را به عنوان نا کارآمدی و سلب مالکیت در بازارهای نوظهور اصلاح می کند

بوی و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر مالکیت دولت بر سیاست های پرداخت، نگهداری وجه نقد، مخارج سرمایه و هزینه های استقراض برای شرکت ها در ویتنام پرداختند. نتایج نشان داد که شرکت های دولتی نسبت به شرکت های غیردولتی نیاز کمتری به احتکار وجه نقد دارند و جریان نقدی کمتری را صرف هزینه های سرمایه ای می کنند. در نهایت، نتایج نشان می دهد که شرکت های دولتی هزینه استقراض کمتری نسبت به شرکت های خصوصی دارند.

نگوین و وو (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر مالکیت دولتی باقیمانده بر کارایی شرکت خصوصی در ویتنام پرداختند. داده ها از نمونه ای از تمام شرکت های خصوصی شده که در بورس های ویتنام در دوره بین سال های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۷ فهرست شده اند، گردآوری شد. نتایج نشان می دهد رابطه بین مالکیت دولتی باقی مانده و کارایی شرکت خصوصی سازی شده تحت یک رابطه U شکل معکوس است. سطح متوسط (کمتر از ۵۰٪) از مالکیت باقیمانده دولتی ممکن است برای کارایی شرکت خصوصی شده مفید باشد در حالی که مالکیت بیش از حد دولتی برای کارایی شرکت های خصوصی شده مضر است.

لیو و ژو (۲۰۲۰) دریافتند که شرکت هایی که فقط مالکیت دولتی باقی مانده دارند، ارتباط مثبتی با تامین مالی خارجی ندارند. در مقایسه، شرکت هایی که دارای مالکیت دولتی و خارجی به طور هم زمان هستند با تامین مالی خارجی بالاتری همراه هستند. شرکت هایی که فقط مالکیت دولتی باقی مانده یا فقط مالکیت خارجی دارند، فعالانه در بازار گسترش نمی یابند یا به دنبال نوآوری محصولات خود نیستند. شرکت هایی که فقط مالکیت دولتی دارند، عملکرد بدتری دارند، کمتر سرمایه گذاری می کنند و کمتر توسعه می یابند.

## ۲-۵. توسعه فرضیات پژوهش

شواهد تحقیقاتی به طور کلی نشان دهنده کارایی مثبت مالکیت دولتی در ساختار شرکت هستند (بوی و همکاران، ۲۰۲۲؛ لاله ماجین و همکاران، ۱۳۹۶). به طور مثال بوی و همکاران (۲۰۲۲) نشان دادند که شرکت های دولتی نسبت به شرکت های غیردولتی نیاز کمتری به احتکار وجه نقد دارند و جریان نقدی کمتری را صرف هزینه های سرمایه ای می کنند. همچنین نتایج ایشان نشان می دهد که شرکت های دولتی هزینه استقراض کمتری نسبت به شرکت های خصوصی دارند. لیو و ژو (۲۰۲۰) دریافتند که شرکت هایی که فقط مالکیت دولتی باقی مانده دارند، ارتباط مثبتی با تامین مالی خارجی ندارند. در تحقیقی دیگر بوبکری و همکاران (۲۰۲۳) دریافتند مالکیت دولتی باقی مانده می تواند هزینه بدهی را با تعیین نقش دولت در محیط پس از خصوصی سازی کاهش دهد. شرکت های دولتی در مقایسه با شرکت های

با مالکیت غیردولتی، از برخی مسیرهای ویژه برای تأمین منابع مالی خود استفاده می کنند (ایوانی و همکاران، ۱۴۰۰). محدودیت بودجه نرم، نیز می تواند در حمایت از مالکیت دولتی استفاده شود، بر این اساس مالکیت دولت می تواند به عنوان «دست یاری» عمل کند. این استدلال بیان می کند که دولت انگیزه بالایی برای افزایش عملکرد شرکت به منظور استخراج درآمد مالیاتی بالاتر و به حداکثر رساندن ارزش دارایی های خود دارد؛ بنابراین، دولت ممکن است از قدرت خود برای افزایش عملکرد شرکت های دولتی استفاده کند (نگوین و وو، ۲۰۲۲). در این تحقیق با استناد به تحقیقات موجود، این فرضیه مطرح می شود:

۱. بین مالکیت دولتی باقی مانده و تامین مالی شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

شرکت ها با مالکیت خارجی، دارای دارایی های نامشهود ارزشمندی هستند، به عنوان مثال، دانش فنی، شیوه های مدیریت برتر، هماهنگی با تامین کنندگان و مشتریان و تماس های خارج از کشور؛ بر این اساس این شرکت ها احتمالاً رقابتی تر و مولدتر از شرکت های داخلی هستند. شرکت های دارای مالکیت خارجی مزایای خاصی هستند که عملکرد برتر را ایجاد می کند (ژو و همکاران، ۲۰۲۲). به همین ترتیب سرمایه گذاران خارجی نظم و انضباط زیادی در بازار نشان می دهند و مزایای نظارتی را از طریق افزایش شفافیت شرکتی ارائه می دهند (هان و همکاران، ۲۰۲۲). نتایج همدان (۲۰۱۸) نشان داد مالکیت خارجی دارای اثر مثبت بر رابطه منفی بین درهم تنیدگی هیئت مدیره و عملکرد شرکت است. سریدهان و جوشی<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) نشان دادند شرکت هایی که دارای سرمایه گذاری خارجی هستند در بیشتر مراحل چرخه عمر عملکرد بهتری دارند. ژو و همکاران (۲۰۲۲) دریافتند شرکت هایی که مالکیت خارجی دارند بیشتر درگیر نوآوری، ارتباطات راه دور و کاهش هزینه نیروی کار هستند و کمتر با محدودیت های مالی مواجه می شوند. ترن (۲۰۲۲) نیز به این نتیجه رسید که نویسندگان دریافتند که مالکیت خارجی بر هزینه بدهی تأثیر منفی می گذارد و این تأثیر در شرکت های غیردولتی و شرکت های دارای محدودیت مالی قوی تر است. از این رو شواهد تحقیقاتی حاکی از نظارت مؤثر سرمایه گذاران خارجی بر مدیریت سود است و با توجه به سابقه مثبت، انتظار می رود شرکت های با ساختار مالکیت خارجی، توانایی بالاتری در تامین مالی خارجی داشته باشند. با توجه به آنچه گفته شد فرضیه دوم تحقیق مطرح می شود:

۲. بین مالکیت خارجی و تامین مالی شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

در نهایت سازمان هایی که به طور هم زمان دارای مالکیت خارجی و مالکیت دولتی باقی مانده هستند، نقش مهمی در نهادهای اقتصادی، سیاسی و اجتماعی ایفا می کنند (اندرونی و برنهم<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). مانتکون<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۲) دریافتند که نظارت در سازمان های دارای مالکیت مشترک، احتمال تصمیمات شرکتی ویرانگر را کاهش می دهد. به زعم لیو و ژو (۲۰۲۰) مالکیت دولتی باقی مانده به خودی خود به طور مثبت با تأمین مالی خارجی مرتبط است، اما زمانی که مالکیت خارجی و تعامل این دو در رگرسیون گنجانده می شود، با تأمین مالی خارجی بالاتری همراه هستند. با توجه به استدلال فوق، فرضیه سوم پژوهش به صورت زیر مطرح می شود:

۳. بین اثر هم زمان مالکیت دولتی باقی مانده و مالکیت خارجی با تامین مالی شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

<sup>1</sup> Sridharan & Joshi

<sup>2</sup> Andreoni and Bernheim

<sup>3</sup> Mantecon

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت و شیوه گردآوری داده‌ها، توصیفی-همبستگی است. از نظر زمانی نیز یک پژوهش طولی-گذشته‌نگر است که هریک از فرضیه‌های پژوهش با استفاده از اطلاعات واقعی مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌ها مورد آزمون قرار گرفته است. داده‌های موردنیاز از بانک اطلاعاتی بورس اوراق بهادار، نرم‌افزار ره‌آورد نوین، صورت‌های مالی و اطلاعیه‌های منتشرشده توسط شرکت‌ها در سایت کدال متعلق به سازمان بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شد. جهت برآورد مدل رگرسیون از روش اقتصادسنجی داده‌های تابلویی توسط نرم‌افزار ایویوز<sup>۱</sup> استفاده شده است.

در این مطالعه تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ هجری شمسی به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شده است. روش نمونه‌گیری در این پژوهش از نوع حذف سیستماتیک است و به منظور غربال جامعه، نمونه‌گیری شامل شرکت‌هایی است که تمام شرایط زیر را دارا باشند:

۱. پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفندماه باشد.

۲. در طی دوره مورد بررسی تحقیق، تغییر سال مالی نداشته باشند.

۳. اطلاعات مالی آن‌ها قابل دسترس باشد.

در نهایت و پس از اعمال شروط فوق ۱۲۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش مورد استفاده قرار گرفتند.

در پژوهش حاضر بر اساس مقاله‌های لیو و ژو (۲۰۲۰) و نگوین و وو (۲۰۲۲) متغیر مستقل شامل مالکیت دولتی باقی‌مانده و مالکیت خارجی متغیر وابسته الگوهای تامین مالی خارجی است. مدل پژوهش برای آزمون فرضیات از مدل رگرسیونی رابطه (۱)، (۵) و (۶) که برگرفته از پژوهش لیو و ژو (۲۰۲۰) است، استفاده شد:

مدل فرضیه اول:

$$FPattern_{ij} = \alpha + \beta_1 State_{ij} + \beta_4 FirmSize_{ij} + \beta_5 FirmAge_{ij} + \varepsilon \quad \text{رابطه (۱)}$$

#### متغیر وابسته

**الگوهای تامین مالی:** در رابطه (۱) الگوهای تامین مالی که با  $FPattern_{ij}$  در مدل نشان داده شده است، عبارت است از الگوهای تامین مالی شرکت  $i$  در سال  $j$  که مقاله رضاقره باغ و محمدی (۱۳۹۴) بر اساس رابطه (۲) محاسبه می‌شود. بر اساس رابطه (۲) الگوهای تامین مالی از مجموع نسبت بدهی<sup>۲</sup> و نسبت حقوق صاحبان سهام<sup>۳</sup> محاسبه می‌شود و الگوهای تامین مالی شرکت‌ها در طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ به دست می‌آید.

$$FPatterns = Debt_{ij} + Equity_{ij} \quad \text{رابطه (۲)}$$

نسبت بدهی:  $(Debt_{ij})$  نشان‌دهنده تامین مالی شرکت  $i$  از طریق بدهی در دوره  $t$  است. نسبت بدهی عبارت است از تعهد انتقال منافع اقتصادی توسط شرکت، از معاملات یا سایر رویدادهای گذشته. در این پژوهش نسبت بدهی از رابطه (۳) محاسبه شد.

<sup>۱</sup> Eviews 10

<sup>۲</sup> Dept Ratio

<sup>۳</sup> Equity Ratio



رابطه (۳)

$$\text{نسبت بدهی} = \frac{\text{بدهی کل}}{\text{دارایی کل}}$$

نسبت حقوق صاحبان سهام ( $Equity_{ij}$ ): نسبت حقوق صاحبان سهام به عنوان یکی از منابع تامین مالی در شرکت های سهامی به شمار می رود. در این پژوهش از رابطه (۴) محاسبه می شود.

رابطه (۴)

$$\text{نسبت حقوق صاحبان سهام} = \frac{\text{جمع حقوق صاحبان}}{\text{دارایی کل}}$$

### متغیر مستقل:

**مالکیت دولتی باقی مانده:** در رابطه (۱) مالکیت دولتی باقی مانده که با  $State_{ij}$  در دل شان داده شده است، با استفاده از متغیر ساختگی سنجیده می شود، در صورتی که دولت حداقل مالکیت جزئی در شرکت داشته باشند برابر با یک، در غیر این صورت صفر است. از آنجایی که مالکیت دولتی باقی مانده مد نظر است، شرکت هایی که دارای مالکیت کامل دولتی هستند، در تحقیق لحاظ نشدند.

### متغیرهای کنترل:

**اندازه شرکت:** در رابطه (۱) اندازه شرکت که با  $FirmSize_{ij}$  در مدل نشان داده شده است، با استفاده از لگاریتم تعداد کارکنان شرکت سنجیده می شود.

**سن شرکت:** در رابطه (۱) اندازه شرکت که با  $FirmAge_{ij}$  در مدل نشان داده شده است، با استفاده از لگاریتم سن شرکت سنجیده می شود.

مدل فرضیه دوم:

$$FPattern_{ij} = \alpha + \beta 2 Foreign_{ij} + \beta 4 FirmSize_{ij} + \beta 5 FirmAge_{ij} + \varepsilon \quad \text{رابطه (۵)}$$

**مالکیت خارجی:** در رابطه (۵) مالکیت خارجی مانده که با  $Foreign_{ij}$  در مدل نشان داده شده است، با استفاده از متغیر ساختگی سنجیده می شود، در صورتی که سهمی از مالکیت شرکت های خارجی یا مقیم خارج از ایران در شرکت وجود داشته باشند برابر با یک، در غیر این صورت صفر است.

مدل فرضیه سوم:

$$FPattern_{ij} = \alpha + \beta 3 State\_Foreign_{ij} + \beta 4 FirmSize_{ij} + \beta 5 FirmAge_{ij} + \varepsilon \quad \text{رابطه (۶)}$$

**تعامل مالکیت دولتی باقی مانده و مالکیت خارجی:** در رابطه (۶) این متغیر که با  $State\_Foreign_{ij}$  نشان داده شده است، حاصل ضرب دو متغیر مالکیت دولتی باقی مانده و مالکیت خارجی است. جدول (۱)، تعریف و نحوه اندازه گیری متغیرها را نشان می دهد.

جدول (۱) متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها

متغیر	نقش	اندازه گیری	توضیحات
Debt	تأمین مالی از طریق بدهی	$Debt_t = dt - dt-1$	نشان دهنده تأمین مالی از طریق بدهی در دوره $t$ ، $d_t$ نشان دهنده تأمین مالی از طریق بدهی در دوره $t-1$ و $t$ تأمین مالی از طریق بدهی در دوره $t-1$ است.
Equity	الگوی تأمین مالی وابسته	$Equity = (C_1 - C_0) - A$	نشان دهنده میزان سرمایه قبل از افزایش سرمایه، $C_1$ نشان دهنده میزان سرمایه بعد از افزایش سرمایه و $A$ نشان دهنده درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی سهامداران است.
مالکیت دولتی باقی مانده	مستقل		با استفاده از متغیر ساختگی سنجیده می شود، در صورتی که دولت حداقل مالکیت جزئی در شرکت داشته باشند برابر با یک، در غیر این صورت صفر است.
مالکیت خارجی	مستقل		با استفاده از متغیر ساختگی سنجیده می شود، در صورتی که شرکت های خارجی یا مقیم خارج از ایران، حداقل مالکیت جزئی در شرکت داشته باشند برابر با یک، در غیر این صورت صفر است.
اثر هم زمان مالکیت دولتی باقی مانده و مالکیت خارجی	مستقل		با استفاده از متغیر ساختگی سنجیده می شود، در صورتی که هم دولت و هم شرکت های خصوصی حداقل مالکیت جزئی در شرکت داشته باشند برابر با یک، در غیر این صورت صفر است.
اندازه شرکت	کنترل	لگاریتم تعداد کارکنان	
سن شرکت	کنترل	لگاریتم سن شرکت	

#### ۴. یافته های پژوهش

در این بخش اطلاعات مربوط به ۱۲۰ شرکت نمونه طی سال های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ که در مجموع ۷۲۰ مشاهده است مورد بررسی قرار می گیرد. در جدول (۲) خلاصه ای از آمارهای توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش ارائه شده اند.

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	مشاهدات	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف استاندارد
الگوی تأمین مالی	FPattern	۷۲۰	۰/۹۶۱	۱	۲	۰/۱۰۳	۰/۲۴۸
مالکیت دولتی باقی مانده	State	۷۲۰	۰/۳۵۵	۱	۱	۰	۰/۴۷۹
مالکیت خارجی	Foreign	۷۲۰	۰/۱۵۴	۰	۱	۰	۰/۳۶۱
مالکیت دولتی باقی مانده * مالکیت خارجی	State_Foreign	۷۲۰	۰/۰۸۴	۰	۱	۰	۰/۲۷۸
سن شرکت	Age	۷۲۰	۲/۸۰۸	۲/۸۳۳	۴/۲۰۵	۰/۶۹۳	۰/۶۳۵
اندازه شرکت	Size	۷۲۰	۵/۷۹۰	۵/۲۹۸	۸/۰۰۶	۳/۹۱۲	۱/۱۸۱

با توجه به نتایج آمار توصیفی در جدول (۲) مشاهده می شود میانگین الگوی تأمین مالی ۰/۹۶۱ است و انحراف معیار آن ۰/۲۴۸ است. میانگین مالکیت دولتی ۰/۳۵۵ و مالکیت خارجی ۰/۱۵۴ است. بر این اساس مشخص شد که مالکیت دولتی باقی مانده در بین شرکت ها مورد مشاهده بیشتر از مالکیت خارجی است. میانگین سن شرکت برابر با ۲/۸۰۸ و میانگین اندازه شرکت برابر با ۵/۷۹۰ است.

به منظور بررسی پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو<sup>۱</sup> و آزمون ایم، پسران و شین<sup>۲</sup> استفاده شد. با توجه به جدول (۳) نتایج آزمون پایایی متغیرها نشان می‌دهد که سطح معناداری تمامی متغیرها کمتر از ۵٪ بوده و متغیرهای پژوهش پایا هستند؛ در نتیجه، استفاده از متغیرها در برآورد مدل‌های پژوهش، منجر به رگرسیون کاذب نمی‌گردد.

جدول (۳) آزمون پایایی متغیرها

نتیجه	آزمون ریشه واحد منطقی		آزمون ریشه واحد مشترک		متغیر
	P value	آماره تی	P value	آماره تی	
پایا	۰/۰۰۰	-۷۶/۵۷۱	۰/۰۰۰۰	-۱۱۸۰/۰۳	FPattern
پایا	۰/۰۳۲۵	۱/۹۹۶	۰/۰۱۹۶	-۲/۰۱۸	State
پایا	۰/۰۰۰	-۲/۱۶۳	۰/۰۰۰۲	-۳/۶۱۳	Foreign
پایا	۰/۰۰۰	۲/۲۶۷	۰/۰۰۴۴	-۲/۱۴۴	State_Foreign

به منظور تخمین مدل‌ها، ابتدا باید روش برآورد مدل‌ها تعیین شود. به این منظور از دو آزمون چاو و هاسمن به عنوان آزمون‌های تشخیصی برای تعیین نوع مدل استفاده شد. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آزمون اف لیمر زیر ۰/۰۵ است، لذا مشخص می‌شود، داده تلفیقی نبودند و داده‌های تابلویی تایید می‌شود. پس از آنکه مشخص داده‌ها از نوع تابلویی هستند، جهت برآورد مدل باید مشخص شود داده‌های پانل با اثرات ثابت می‌باشند یا اثرات تصادفی. جهت تعیین اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. براساس نتایج آزمون هاسمن مشخص شد در مدل اول و دوم، سطح معنی‌داری آزمون هاسمن بالای ۰/۰۵ محاسبه شده، از این رو مدل اول و دوم باید با استفاده از روش اثرات تصادفی برآورد شود. در خصوص مدل سوم، سطح معنی‌داری آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ تعیین شد که نشان می‌دهد، مدل با اثرات ثابت برای این مدل مناسب‌تر است. در ادامه نتایج برآورد مدل فرضیه اول در جدول (۴) ارائه می‌شود.

جدول (۴) نتایج آزمون مدل فرضیه اول

متغیر	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معنی‌داری
عرض از مبدأ	۰/۸۹۵	۰/۰۸۱	۱۱/۰۷۵	۰/۰۰۰
مالکیت باقی مانده دولتی	۰/۲۲۲	۰/۰۲۶	۸/۵۲۹	۰/۰۰۰
سن شرکت	۰/۰۳۶	۰/۰۲۶	۱/۳۷۲	۰/۱۷۰
اندازه شرکت	-۰/۰۲۰	۰/۰۱۶	-۱/۱۹۴	۰/۲۲۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۰۱	آماره F	۴۲۶/۷۹۵	
آماره دوربین واتسون	۱/۵۷۹	احتمال آماره F		۰/۰۰۰

با توجه به جدول (۴)، آماره دوربین - واتسون برابر با ۱/۵۷۹ و بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، از این رو همبستگی سریالی بین باقی مانده الگوی پژوهش وجود ندارد و می‌توان از آزمون رگرسیون استفاده نمود. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۱۰۱ که نشان می‌دهد متغیر مستقل و کنترلی مدل قادر به پیش‌بینی ۱۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته هستند. سطح معناداری آماره F نیز معنادار است که نشان می‌دهد مدل کلی تحقیق از لحاظ آماری معنادار است. سطح معناداری متغیر

<sup>۱</sup>Levin, Lin and Chu

<sup>۲</sup> Im, Pesaran, Shin

مالکیت باقی مانده دولتی برابر ۰/۰۰۰ است که نشان می‌دهد مالکیت باقی مانده دولتی در شرکت بر تامین مالی شرکت‌ها تاثیر معنی داری دارد. همچنین ضریب رگرسیونی ۰/۲۲۲ نشان‌دهنده رابطه مثبت است. در نهایت از آنجایی که که آماره  $t$  مالکیت باقی مانده دولتی برابر با ۸/۵۲۹ و بیشتر از ۱/۹۶ است، می‌توان فرض  $H_0$  را رد و فرض  $H_1$  را پذیرفت. بر این اساس نتیجه گرفته می‌شود، بین مالکیت دولتی باقی مانده و تامین مالی خارجی شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. در این معادله نقش متغیر کنترلی سن شرکت رد شده است.

جدول (۵) نتایج آزمون مدل فرضیه دوم

متغیر	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معنی داری
عرض از مبدأ	۰/۷۸۵	۰/۰۸۹	۸/۸۰۲	۰/۰۰۰
مالکیت خارجی	۰/۰۴۹	۰/۰۴۵	۱/۰۹۵	۰/۲۷۴
سن شرکت	۰/۰۰۸	۰/۰۲۸	۰/۳۰۰	۰/۷۶۳
اندازه شرکت	۰/۰۲۵	۰/۰۱۷	۱/۴۳۶	۰/۱۵۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۰۹	آماره F		۲/۳۲۹
آماره دوربین واتسون	۱/۵۲۶	احتمال آماره F		۰/۰۷۳۱

با توجه به جدول (۵)، آماره دوربین - واتسون برابر با ۱/۵۲۶ و بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، از این رو همبستگی سریالی بین باقی مانده الگوی پژوهش وجود ندارد و می‌توان از آزمون رگرسیون استفاده نمود. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۰۰۹ که نشان می‌دهد متغیر مستقل و کنترلی به میزان ناچیزی قادر به پیش‌بینی متغیر وابسته هستند. سطح معناداری متغیر مالکیت خارجی برابر ۰/۲۷۴ است که نشان می‌دهد مالکیت خارجی در شرکت بر تامین مالی شرکت‌ها تاثیر معنی داری ندارد. در نهایت از آنجایی که که آماره  $t$  مالکیت خارجی برابر با ۱/۰۹۵ و کمتر از ۱/۹۶ است، می‌توان فرض  $H_1$  را رد و فرض  $H_0$  را پذیرفت. بر این اساس نتیجه گرفته می‌شود، بین مالکیت خارجی و تامین مالی خارجی شرکت رابطه معنی داری وجود ندارد. در این معادله نقش متغیر کنترلی سن و اندازه شرکت نیز رد شده است. در خصوص فرضیه سوم، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون هاسمن کمتر ۰/۰۵ محاسبه شده، مدل باید با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

جدول (۶) نتایج آزمون مدل فرضیه سوم

متغیر	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معنی داری
عرض از مبدأ	۰/۸۷۶	۰/۲۶۲	۳/۳۴۱	۰/۰۰۰
مالکیت باقی مانده دولتی	۰/۱۱۱	۰/۰۳۵	۳/۱۷۵	۰/۰۰۱
مالکیت خارجی	-۰/۱۰۸	۰/۰۹۳	-۱/۱۶۰	۰/۲۴۶
مالکیت باقی مانده دولتی * مالکیت خارجی	۰/۵۲۸	۰/۰۷۴	۷/۱۳۸	۰/۰۰۰
سن شرکت	-۰/۰۰۹	۰/۰۴۱	-۰/۲۲۰	۰/۸۲۵
اندازه شرکت	۰/۰۰۷	۰/۰۴۶	۰/۱۶۰	۰/۸۷۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۶۳	آماره F		۹/۴۳۰
آماره دوربین واتسون	۱/۷۲۰	احتمال آماره F		۰/۰۰۰

با توجه به جدول (۶) آماره دورین - واتسون برابر با  $1/720$  و بین  $1/5$  تا  $2/5$  قرار دارد، از این رو همبستگی سریالی بین باقی مانده الگوی پژوهش وجود ندارد و می توان از آزمون رگرسیون استفاده نمود. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با  $0/663$  که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی مدل قادرند  $66/3$  درصد از تغییرات متغیر وابسته را پیش بینی کنند. سطح معناداری آماره F نیز معنادار است که نشان می دهد مدل کلی تحقیق از لحاظ آماری معنادار است. سطح معناداری متغیر اثر هم زمان مالکیت دولتی باقی مانده و مالکیت خارجی برابر  $0/000$  که نشان می دهد اثر هم زمان مالکیت دولتی باقی مانده و مالکیت خارجی بر تامین مالی شرکت ها تاثیر معنی داری دارد. همچنین ضریب رگرسیونی  $0/528$  نشان دهنده رابطه مثبت است. در نهایت از آنجایی که که آماره t مالکیت باقی مانده دولتی برابر با  $7/138$  و بیشتر از  $1/96$  است، می توان فرض  $H_0$  را رد و فرض  $H_1$  را پذیرفت. بر این اساس نتیجه گرفته می شود، بین اثر هم زمان مالکیت دولتی باقی مانده و مالکیت خارجی با تامین مالی شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. در این معادله نقش متغیر کنترلی سن شرکت رد شده است.

## ۵. بحث و نتیجه گیری

پژوهش حاضر با هدف تعیین رابطه بین مالکیت دولتی باقی مانده، مالکیت خارجی و الگوهای تامین مالی شرکت به انجام رسید. در این مطالعه داده های  $120$  شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی بین سال های  $1395$  تا  $1400$  هجری شمسی به عنوان جامعه آماری مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته های فرضیه اول نشان داد وجود مالکیت دولتی باقی مانده به طور معنی داری قادر است، تامین مالی شرکت را از منابع خارجی افزایش دهد. مالکیت دولتی کانال مهمی است که از طریق آن دولت می تواند در رفتار سرمایه گذاری شرکت در اقتصادهای در حال گذار مداخله کند. شرکت های دارای مالکیت دولتی می توانند دسترسی و قدرت تاثیر گذاری بیشتری به قانون گذاران داشته و از ظرفیت استقراض بیشتر برخوردار باشند. همان طور که ولار (۲۰۰۹) اذعان داشت مالکیت دولت توانایی بالاتری برای نظارت بر شرکت های دولتی دارد. همچنین دولت ممکن است ابزارهای مطلوبی مانند مقررات ترجیحی، مالیات مطلوب، اعتبار و حتی یارانه ها را برای حمایت از شرکت هایی با سطوح بالای مالکیت دولتی اعمال کند. این نتیجه مطابق با دیدگاه محدودیت ملایم بودجه است که بر این باور است که دولت می تواند محدودیت بودجه یک شرکت دولتی را با فراهم کردن دسترسی آسان به منابع مالی و همچنین تخفیف های مالیاتی و سایر اشکال حمایت کاهش دهد. این یافته ها مطابق با نتایج شیخی و حسن زاده دیوا (۱۳۹۹) و لاله ماژین و همکاران (۱۳۹۶) است. بوی و همکاران (۲۰۲۲) نیز دریافتند نتایج نشان می دهد که شرکت های دولتی هزینه استقراض کمتری نسبت به شرکت های خصوصی دارند، این نتایج از یافته های تحقیق حاضر حمایت می کند. چن و همکاران (۲۰۲۱) دریافتند رابطه مثبت بین سطح مالکیت دولتی و تامین اعتبار تجاری وجود دارد که با این تحقیق مطابقت دارد. به طور مشابه نتایج تحقیق بوبکری و همکاران (۲۰۲۳) نیز این تحقیق حمایت می کند. در این تحقیق مشخص شد مالکیت دولتی باقی مانده می تواند هزینه بدهی را کاهش دهد. یانگ و همکاران (۲۰۲۳) نیز به این نتیجه رسیدند که مالکیت دولتی باقی مانده، دارایی های نقدی را افزایش می دهد که همسو با یافته های تحقیق حاضر است؛ اما این نتایج مغایر با یافته های لیو و ژو (۲۰۲۰) است، ایشان در تحقیق خود دریافتند شرکت هایی که فقط مالکیت دولتی باقی مانده دارند، فعالانه در بازار گسترش نمی یابند یا به دنبال نوآوری محصولات خود نیستند؛ این شرکت ها کمتر سرمایه گذاری می کنند و کمتر توسعه می یابند. این تفاوت می تواند به دلیل تفاوت در ساختار اقتصادی و سیاسی کشورهای مورد بررسی باشد. بر این اساس گرچه در ادبیات پذیرفته شده اگر

شرکتی به دنبال سودآوری و عملکرد برتر است، باید ساختار مالکیت را به سمت سرمایه‌گذاران خصوصی سوق دهد. مبحث خصوصی‌سازی در کشور نیز از این دیدگاه حمایت می‌کند، اما با اتکا به نتایج تحقیق می‌توان ادعا کرد لازمه خصوصی‌سازی در همه جا و همه موارد انتقال تمام و کمال مالکیت به بخش خصوصی نیست. انتقال بخشی از مالکیت دولتی، ضمن حفظ تصدی دولتی می‌تواند، به نتایج اثربخش‌تری دست یابد.

یافته‌های فرضیه دوم نشان داد مالکیت خارجی رابطه‌ای با تامین مالی شرکت از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام ندارد. این نتایج مغایر با چندین تحقیق تجربی است، ژو و همکاران (۲۰۲۲) دریافتند شرکت‌هایی که مالکیت خارجی دارند کمتر با محدودیت‌های مالی مواجه می‌شوند که برخلاف یافته‌های حاضر است. ترن (۲۰۲۲) نیز به این نتیجه رسید که مالکیت خارجی بر هزینه بدهی تأثیر منفی می‌گذارد که با یافته‌های تحقیق حاضر هم‌خوانی ندارد. رد این فرضیه را می‌توان به تفاوت در شرایط اقتصادی و محیط‌های نظارتی کشورهای مختلف نسبت داد. شکاف اطلاعاتی می‌تواند با حمایت ضعیف‌تر از سرمایه‌گذار، سطوح افشای پایین‌تر و مکانیسم‌های اجرایی ضعیف تشدید شود که اغلب در اقتصادهای نوظهور مشاهده می‌شود؛ اما این نتایج در جوامع مختلف متفاوت است. به‌طوری که نتایج پژوهش جامعی و نجفی (۱۳۹۸) نشان می‌دهد، بین مالکیت خارجی با نسبت کیوتوین رابطه معنی‌داری وجود ندارد که همسو با نتایج تحقیق حاضر است. در تحقیق لیو و ژو (۲۰۲۰) نیز رابطه‌ای بین مالکیت خارجی و تامین مالی یافت نشد که با نتایج این تحقیق هم‌خوانی دارد. به‌طور کلی به دلیل کمبود اطلاعات در خصوص در مورد «مالکیت خارجی» تحقیقات در این حوزه بسیار محدود و نتایج متناقض است.

یافته‌های فرضیه سوم نشان داد بین اثر هم‌زمان مالکیت دولتی باقی‌مانده و مالکیت خارجی با تامین مالی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد. شرکت‌هایی با مالکیت دولتی و خارجی مشتاقانه در حال توسعه بازار و نوآوری محصول هستند. ورود سرمایه‌گذاری خارجی به شرکت‌های دولتی می‌تواند یک راه‌حل برد-برد باشد. شرکت‌های دارای مالکیت دولتی و خارجی از نظر مالی توسط هر دو مالک، به ویژه مالکان خارجی و (به‌طور ضمنی) توسط مالکان دولتی حمایت سیاسی می‌شوند. به این ترتیب این شرکت‌ها قوی می‌شوند و شروع به گسترش در بازار می‌کنند و درگیر نوآوری می‌شوند. به نظر می‌رسد هم‌افزایی یکپارچه‌سازی منابع بین مالکیت باقی‌مانده دولتی و مالکیت خارجی توانایی تامین مالی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. بامداد و رمضانی (۱۳۹۵) نیز در تحقیق خود اشاره کردند نفوذ سیاسی و اندازه و اعتبار بیشتر شرکت‌ها منجر به افزایش توان جذب منابع خارجی می‌شود که با یافته‌های تحقیق حاضر هم‌خوانی دارد. در این راستا لیو و ژو (۲۰۲۰) دریافتند شرکت‌های دارای مالکیت دولتی و خارجی، در مقایسه با شرکت‌های بدون مالکیت، استفاده بیشتری از منابع مالی خارجی دارند که همسو با نتایج این تحقیق است. از این رو به نظر می‌رسد حفظ حداقلی از میزان مالکیت دولتی، به همراه تشویق افزایش مالکیت خارجی در شرکت‌ها به عنوان یک عامل مؤثر بتواند در جهت کاهش مشکلات تامین مالی، در شرکت‌ها عمل کند.

با توجه به تایید رابطه بین مالکیت دولتی باقی‌مانده و تامین مالی شرکت، پیشنهاد می‌شود اقتصادهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه همچون ایران در حالی که باید خصوصی‌سازی دقیق را دنبال کنند، با این حال دولت سهام کوچکی را در شرکت‌های خصوصی‌سازی شده حفظ کنند تا از با نفوذ سیاسی و قدرت شرکت، ظرفیت تامین مالی شرکت را حفظ کنند. چراکه مطابق با یافته‌ها به نظر می‌رسد حمایت سیاسی و ارتباطات تجاری از طریق مالکیت دولتی برای دستیابی به الگوهای تامین مالی ضروری است. با این حال، بر اساس تجربیات اقتصادهای توسعه‌یافته، شفافیت با نظارت مناسب

شرط لازم برای عملکرد شرکت است که نیاز است در شرکت‌های با مالکیت دولتی باقی مانده در نظر گرفته شود. به استفاده کنندگان از اطلاعات مالی پیشنهاد می‌شود در اتخاذ تصمیمات اقتصادی خود به ساختار نیمه‌خصوصی شرکت‌ها توجه کنند؛ زیرا اگر شرکت‌ها دارای مالکیت دولتی باقی مانده باشند، از محدودیت مالی کمتری برخوردارند. این نتایج برای ارزیابی تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌تواند مفید واقع شود.

با توجه به رد رابطه بین مالکیت خارجی و تامین مالی شرکت، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود برای سرمایه‌گذاری و پیش‌بینی جهت تصمیم‌گیری مناسب با دقت بیشتری ابعاد ساختار مالکیت خارجی و ترکیب آن را بررسی کنند. به سیاست‌گذاران پیشنهاد می‌شود، با حمایت قوی‌تر از سرمایه‌گذاران، سطوح افشای بالاتر، مکانیسم‌های اجرایی قوی‌تر و محیط نظارتی مناسب، بستر لازم را برای سرمایه‌گذاری خارجی فراهم نموده و اقدامات عملی مناسب را در این راستا به انجام برسانند.

با توجه به تایید رابطه بین اثر هم‌زمان مالکیت دولتی باقی مانده و مالکیت خارجی با تامین مالی شرکت توصیه می‌گردد دولت و شرکت‌ها به منظور ایجاد سطحی مطلوب از ساختار مالکیت برای همسوس کردن منافع سهامداران و مدیران، کاهش تضاد منافع، در راستای کاهش کنترل‌های دولتی و افزایش سرمایه‌گذاری خارجی در شرکت اقدام کنند. به تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود هنگام سرمایه‌گذاری به میزان مالکیت دولتی و خارجی در شرکت‌ها توجه نمایند. علاوه بر این لازم است اطلاعات شفاف و لازم در خصوص ساختار مالکیت شرکت‌ها توسط به سازمان بورس اوراق بهادار تهران، جهت بهره‌برداری بهتر استفاده کنندگان صورت‌های مالی را افشا سازد.

در نهایت پژوهش حاضر با محدودیت‌هایی مواجه بود، عدم در نظر گرفتن متغیرهای کنترل همچون تورم، ثبات سیاسی، فرصت‌های رشد و سایر متغیرهای کلان اقتصادی می‌تواند نتایج را تحت تاثیر قرار دهد. اطلاعات تحقیق محدود به بازه زمانی ۱۳۹۵-۱۴۰۰ است، لذا تعمیم نتایج به سال‌های آینده باید با ملاحظات صورت گیرد. با توجه به اینکه نمونه‌ها بر اساس صنعت خاصی انتخاب نشدند، ممکن است نتایج تحقیق در صنایع مختلف، متفاوت باشد که این موضوع در این تحقیق بررسی نشده است. در نهایت پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آینده متغیر مالکیت دولتی باقی مانده و مالکیت خارجی بر اساس میزان (درصد) مالکیت دولت و افراد خارجی در ساختار مالکیت شرکت مورد اندازه‌گیری قرار گیرد. در این تحقیق به دلیل عدم دسترسی به چنین اطلاعاتی از متغیر مجازی برای اندازه‌گیری این متغیرها استفاده شد.

## ۶. منابع و مآخذ

۱. ایوانی، فرزاد، خیراللهی، فرشید، عبدی، حدیث، کاسپور، سعیده. (۱۴۰۰). بررسی نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و مخارج تحقیق و توسعه با لحاظ شرایط محدودیت مالی. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۹(۴)، ۹۷-۱۲۰.
۲. بامداد، سعید و رمضانی، امیررضا، (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و تامین مالی خارجی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری، تهران.
۳. جامعی، رضا، نجفی، قاسم. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد مالی با تأکید بر مخارج تحقیق و توسعه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری و منافع اجتماعی، ۹(۱)، ۸۱-۱۰۰.
۴. حاجیان، نغمه، داغانی، رضا، موسیوند، زهرا (۱۳۹۶). تاثیر ساختار مالکیت و عملکرد شرکت بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحلیل مالی، ۱(۱)، ۶۵-۸۹.

۵. حسینی، سید شمس الدین، اسماعیل پورمقدم، هادی. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر عملکرد مالی شرکت بر نحوه تأمین مالی شرکت‌های بورسی وابسته به بخش دفاع و ارائه الگوی تأمین مالی از طریق بازار سرمایه. فصلنامه اقتصاد دفاع، ۷۳-۵۱، (۱۵)۵.
۶. خواجهی، شکراله، رضایی، غلامرضا، صفایی، امیر. (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین نقدشوندگی و تمرکز مالکیت شرکت‌ها با در نظر گرفتن نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی. پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، ۲(۳)، ۳۰-۱
۷. رحمانی نوروزآباد، سامان، انواری رستمی، علی اصغر، خلیلی، کرم، محمدی، اسفندیار. (۱۳۹۹). استراتژی‌های تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط عادی و بحران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۲(۸)، ۳۰-۱۳
۸. رضاقره باغ، راضیه، محمدی، پرستو. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر الگوهای تأمین مالی بر عملکرد مالی شرکت در نوسانات اقتصادی (مطالعه موردی شرکت‌های ساخت خودرو و قطعات). راهبرد مدیریت مالی، ۳(۱)، ۵۱-۷۰
۹. سلطانی اقلاریز میترا، موسوی شیری، محمود (۱۴۰۲). نقش حاکمیت داخلی و خارجی شرکت بر سیاست تقسیم سود. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۷(۲۵)، ۹۰۳-۹۲۴
۱۰. شیخی، زهرا، حسن زاده دیوا، سید مصطفی. (۱۳۹۹). بررسی رابطه مالکیت دولتی، محدودیت در تأمین مالی، گزارشگری مالی متقلبان و عملکرد شرکت‌ها. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۳(۲۹)، ۷۱-۸۶
۱۱. گرد عزیز، چکاو محمدرضا، شریفی، ناصر. (۱۳۹۷). بررسی رابطه مالکیت دولتی و ساختار سرمایه؛ با تأکید بر نقش سهم مالکیت حقیقی. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۲(۷)، ۲۶۲-۲۷۲.
۱۲. لاله ماژین، مریم، زلفی، حسن، بیات، مرتضی، سبحانی، علی. (۱۳۹۶). تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹(۳۶)، ۱۷۰-۱۵۱.
۱۳. نعمتی، علی و کریمی، مجتبی و وحیدی مولوی، رویا. (۱۳۹۵). بررسی روش‌های تأمین مالی با رشد سودآوری شرکت‌های صنایع داروئی در ایران. اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)، ۱۰(۳۶)، ۵۱-۷۱.
14. Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154-181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
15. Boubakri, N., Cosset, J. C., & Guedhami, O. (2008). Privatisation in developing countries: Performance and ownership effects. *Development Policy Review*, 26(3), 275-308. [doi/abs/10.1111/j.1467-7679.2008.00411.x](https://doi.org/10.1111/j.1467-7679.2008.00411.x)
16. Boubakri, N., Durnev, A., & Oliveira dos Santos, I. (2023). State Ownership and Financial Reporting Quality: Evidence from Natural Advantage Industries. *Available at SSRN 4436601*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4436601>
17. Bui, N. D., Wang, Y. Y., & Lee, J. P. (2022). Payout policies, government ownership, and financial constraints: Evidence from Vietnam. *International Review of Finance*, 22( 4), 600– 636. <https://doi.org/10.1111/irfi.12375>
18. Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O. et al. (2021). International evidence on state ownership and trade credit: Opportunities and motivations. *J Int Bus Stud* 52, 1121–1158 <https://doi.org/10.1057/s41267-021-00406-5>
19. Grundy, B. D., & Verwijmeren, P. (2020). The external financing of investment. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101745. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101745>
20. Hamdan, A. (2018), "Board interlocking and firm performance: the role of foreign ownership in Saudi Arabia", *International Journal of Managerial Finance*, 14(3), 266-281. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2017-0192>



21. Han, M., Ding, A., & Zhang, H. (2022). Foreign ownership and earnings management. *International Review of Economics & Finance*, 80, 114-133. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.074>
22. Liu, Y., & Xu, J. (2020). Residual state ownership, foreign ownership and firms' financing patterns. *Emerging Markets Review*, 100868. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100868>
23. Mai, N. C. (2020). *Impact of Residual State Ownership on Privatised Firm Performance: Evidence from Vietnamese Listed Firms* (No. j78fy). Center for Open Science. <https://ideas.repec.org/p/osf/osfxxx/j78fy.html>
24. Mantecon, T., Liu, I., & Gao, F. (2012). Empirical evidence of the value of monitoring in joint ownership. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1045-1056. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.019>
25. Mertzanis, C. (2017). Ownership structure and access to finance in developing countries. *Applied Economics*, 49(32), 3195-3213. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1257106>
26. Mihai, I. O. (2014). A Literature Review of Foreign Ownership and Company Performance. *Annals of the University Dunarea de Jos of Galati: Fascicle: I, Economics & Applied Informatics*, 20(2).
27. Nguyen, M. H., & Vo, T. Q. (2022). Residual State Ownership and Firm Performance: A Case of Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), 259. <https://doi.org/10.3390/jrfm15060259>
28. Sridharan, S., & Joshi, M. (2018). Impact of Ownership Patterns and Firm Life-Cycle Stages on Firm Performance: Evidence From India. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 29(1), 117-136. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22315>
29. Stiglitz, J. E. (2008). Government failure vs. market failure: Principles of regulation. <https://doi.org/10.7916/D8FN1D0Z>
30. Sulistianingsih, H., & Santi, F. (2023). Does SME's financing decisions follow pecking order pattern? The role of financial literacy, risk preference, and home bias in SME financing decisions. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2174477. [doi/full/10.1080/23311975.2023.2174477](https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2174477)
31. Tran, Q. T. (2022). Foreign ownership and cost of debt financing: evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*, 17(9), 2278-2289. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-09-2019-0750>
32. Vaaler, Paul M. and Schrage, Burkhard N.. (2009). Residual State Ownership, Policy Stability and Financial Performance Following Strategic Decisions by Privatizing Telecoms. *Journal of International Business Studies*. 40, (4), 621-641. <https://doi.org/10.1057/jibs.2008.104>
33. Vo, X. V. (2023). Residual government ownership and firm value in a transitional economy. *The Singapore Economic Review*, 68(03), 671-684. DOI: 10.1142/S0217590819500334
34. Xu, J., Liu, Y., & Abdoh, H. (2022). Foreign ownership and productivity. *International Review of Economics & Finance*, 80, 624-642. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.079>
35. Yang, Y., Qian, Y., & Li, S. (2023). State capital and cash holdings in natural private enterprises: New evidence and a new explanation. *Finance Research Letters*, 51, 103393. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103393>

# Relationship between Residual State Ownership and Foreign Ownership with Financing Patterns (Case study: companies listed on the Tehran Stock Exchange)

Reza Ebrahimi<sup>1</sup>  
Aliakbar Rajabi<sup>\*2</sup>

## Abstract

After the privatization processes of state-owned enterprises in recent years, there remains a level of state ownership in their ownership structure, whose role in financing the company is a controversial issue in the literature. On the other hand, due to the lack of information about foreign ownership, research in this area is very limited and the results are contradictory. Therefore, the main objective of this study is to determine the relationship between the residual state ownership, foreign ownership and the financing patterns of the company. This research is descriptive and correlational. The required information has been collected from the panel data of 120 companies admitted to the Tehran Stock Exchange during the 6-year period of 2016-2021. The analysis of the data obtained from the database was done using Eviuse 10 software. The findings from the estimation of the model show that there is a significant relationship between the residual state ownership and the financing of the company; But it was found that there is no significant relationship between foreign ownership and foreign financing of the company. Finally, the results showed that the relationship between the simultaneous effect of residual state ownership and foreign ownership with company financing is significant. In addition to the development of the literature related to the residual state ownership, foreign ownership and financing patterns, the results of this research help policymakers and financial analysts in evaluating the relationship between ownership structure and financing in investment.

## Keywords

Residual State Ownership, Foreign Ownership, Financing Patterns, companies listed on the Tehran Stock Exchange

1. Student of the last semester of the senior year of Islamic Azad University of Tehran, Varamin branch, Iran. ([reebrahimii@gmail.com](mailto:reebrahimii@gmail.com))
2. Assistant Professor of Accounting, Department of Accounting, Islamic Azad University, Tehran Province, Varamin Branch, Iran.. ([rajabicpa@yahoo.com](mailto:rajabicpa@yahoo.com))