

## **The effect of zombie firms on the cost of debt financing with emphasis on the role of state ownership**

Ali Taghavi Moghadam<sup>1</sup>, Samaneh Nakhaee<sup>2</sup>

Received: 05/07/2022

Accepted: 01/11/2022

### **Abstract**

**Purpose:** The present study collected research-related data with the aim of investigating the effect of parasitic companies on debt financing costs with emphasis on the role of government ownership. The data of this study are post-event observations.

**Methodology:** The method of this research is applied and is descriptive-correlational in which the research background and theoretical foundations are collected through articles, libraries and the Internet. The statistical population of this study is all companies listed on the Tehran Stock Exchange and a systematic elimination method has been used to select the sample companies. The research period is from 2014 to 2020. In order to determine the relationship between independent and dependent variables and test research hypotheses, econometric models have been used.

**Findings:** The results showed that the presence of the parasite company among companies in the same industry affects the cost of debt financing. Public ownership does not affect the relationship between the existence of a parasite company among co-industry companies and the cost of financing.

**Originality / Value:** Considering the confirmation of the first hypothesis and the effect of zombie companies on the cost of financing, investors are advised to pay attention to the industry situation of that company when choosing the right company and to be aware of the presence of zombie companies in it. Industry to be sure, because the mentioned companies can cause the cost of financing and on the other hand reduce the profit for the companies, and this causes a decrease in the profits of the shareholders.

**Keywords:** Zombi company, Debt financing cost, Government ownership.


**JEL Classification:** G14, G28, G38.

---

1. Department of Accounting, Bojnourd Branch, Islamic Azad University, Bojnourd, Iran. (Corresponding Author).  
[ataghavi94@yahoo.com](mailto:ataghavi94@yahoo.com)

2. Accounting Department, Ferdous Non-Profit Institute, Mashhad, Iran.

**How to cite this paper:** Taghavi Moghadam, A., & Nakhaee, S. (2022). The effect of zombie firms on the cost of debt financing with emphasis on the role of state ownership. *Advances in Finance and Investment*, 3(8), 87-110. [In Persian]

 <https://doi.org/10.30495/afi.2022.1964756.1142>

## پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری

سال سوم، پاییز ۱۴۰۱ - شماره ۸

صفحات ۸۷-۱۱۰

## نوع مقاله: پژوهشی

## اثر شرکت‌های زامبی بر هزینه تأمین مالی بدهی با تأکید بر نقش مالکیت دولتی

علی تقوی مقدم<sup>۱</sup>، سمانه نخعی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۸/۱۰

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۴/۱۴

## چکیده

**هدف:** پژوهش حاضر با هدف بررسی اثر شرکت‌های زامبی بر هزینه تأمین مالی بدهی با تأکید بر نقش مالکیت دولتی، داده‌های مرتبط با پژوهش را جمع‌آوری نموده‌است. داده‌های این پژوهش از نوع مشاهدات پس‌رویدادی می‌باشد.

**روش‌شناسی پژوهش:** روش این پژوهش از نوع کاربردی بوده و به‌صورت توصیفی - هم‌بستگی است که در آن پیشینه پژوهش و مبانی نظری از راه مقاله، کتابخانه و اینترنت گردآوری شده است. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و برای انتخاب شرکت‌های نمونه از روش حذفی سیستماتیک استفاده شده است. بازه زمانی پژوهش نیز از سال ۱۳۹۳ تا سال ۱۳۹۹ می‌باشد. به‌منظور تعیین ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته و آزمون فرضیه‌های پژوهش، از الگوهای اقتصادسنجی استفاده شده است.

**یافته‌ها:** نتایج پژوهش بیانگر آن بود که وجود شرکت انگل در بین شرکت‌های هم‌صنعت بر هزینه تأمین مالی بدهی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد، مالکیت دولتی بر رابطه بین وجود شرکت انگل در بین شرکت‌های هم‌صنعت و هزینه تأمین مالی تأثیرگذار نمی‌باشد.

**اصالت / ارزش افزوده علمی:** باتوجه به تأییدشدن فرضیه اول و تأثیر شرکت‌های زامبی بر هزینه تأمین مالی، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که در زمان انتخاب شرکت مناسب حتماً وضعیت صنعت آن شرکت موردنظر را موردتوجه قرار دهند و از وجود شرکت‌های زامبی در آن صنعت مطمئن شوند، چرا که شرکت‌های یاد شده می‌توانند هزینه تأمین مالی و از طرفی کاهش سود را برای شرکت‌ها به وجود آورند و این امر باعث کاهش سود سهام‌داران می‌شود.

**کلیدواژه‌ها:** عدم شرکت زامبی، هزینه تأمین مالی بدهی، مالکیت دولتی.

**طبقه‌بندی موضوعی:** G14, G28, G38.

۱. گروه حسابداری، واحد بجنورد، دانشگاه آزاد اسلامی، بجنورد، ایران. (نویسنده مسئول). [ataghavi94@yahoo.com](mailto:ataghavi94@yahoo.com)  
 ۲. گروه حسابداری، موسسه غیرانتفاعی فردوس، مشهد، ایران.

**استناد:** تقوی مقدم، علی؛ نخعی، سمانه. (۱۴۰۱). اثر شرکت‌های زامبی بر هزینه تأمین مالی بدهی با تأکید بر نقش مالکیت دولتی. پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، ۳(۸)، ۸۷-۱۱۰.

## ۱- مقدمه

تأمین مالی از طریق بدهی به علت صرفه‌جویی مالیاتی و نرخ پایین‌تر آن در مقایسه با بازده مورد انتظار سهام‌داران، راهکار مطلوب‌تری برای تأمین مالی محسوب می‌شود. اما آنچه برای اعتباردهندگان در خصوص اعطای وام و اعتبار اهمیت دارد، توان پرداخت اصل و بهره وام و اعتبارات پرداختی توسط وام‌گیرنده می‌باشد (امیری و محمدی خورزوقی، ۱۳۹۱).

پژوهش‌های زیادی درباره تصمیمات مالی شرکت‌ها و همچنین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها انجام شده است. انتخاب بین تأمین مالی از طریق بدهی و یا انتشار سهام همواره مورد توجه شرکت‌ها بوده است. تأمین مالی از طریق بدهی برای شرکت، صرفه‌جویی مالیاتی به همراه دارد. به بیان دیگر، صرفه‌جویی مالیاتی برآمده از کسر هزینه بهره از سود به‌عنوان اولین مزیت تأمین مالی از طریق بدهی ارائه شده است (کلاوس و لیتزنبرگر<sup>۱</sup>، ۱۹۷۳).

هزینه بدهی نشان‌دهنده فشار و ضعف مالی (اسکات<sup>۲</sup>، ۱۹۷۶) و تضاد نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان یا بین گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران (مایرز<sup>۳</sup>، ۱۹۷۷) است. اما هنگامی که سرمایه‌گذاران مشغول تصمیم برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و مؤسسات هستند، اعتباردهندگان منحنی ریسک شرکت را ارزیابی می‌کنند. این منحنی ریسک بازده مورد انتظار اعتباردهندگان را تعیین می‌کند که این همان هزینه بهره شرکت است.

چانگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۱)، به بررسی اینکه دخالت دولت چگونه بر شکل‌گیری شرکت‌های زامبی تأثیر می‌گذارد، پرداختند و به طور تجربی اثرات مداخله دولت بر شکل‌گیری شرکت‌های زامبی را بررسی نمودند و نشان دادند که مداخله بیشتر دولت می‌تواند خطر تبدیل شدن یک شرکت به یک شرکت زامبی را افزایش دهد.

رحمانی نوروزآباد و همکاران (۱۳۹۹)، به بررسی و مقایسه استراتژی‌های تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط عادی و بحران، شواهدی از بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۵ یافتند. نتایج یافته‌ها نشان می‌دهد بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت تأثیر مثبت و مستقیم بر تأمین مالی از طریق بازار سهام در هر دو دوره عادی و بحران دارد. رشد فروش، سودآوری و متوسط اهرم مالی تأثیر منفی و معکوس بر تأمین مالی از طریق بازار سهام دارد.

1. Kraus & Litzenberger  
2. Scott  
3. Myers  
4. Chang et al.

چرا با وجود هزینه‌های پایین‌تر تأمین مالی از طریق منابع داخلی، مدل‌های تصمیم‌گیری که بر پایه تئوری نمایندگی شکل می‌گیرند، تأمین مالی از طریق بدهی را بر تأمین مالی از طریق منابع داخلی ترجیح می‌دهند؟ پاسخ این پرسش را می‌توان در یکسان نبودن تمایلات مدیران و سهام‌داران جستجو کرد. از منظر تئوری نمایندگی، تأمین مالی از طریق بدهی علاوه بر کاهش احتمال اتلاف منابع در سرمایه‌گذاری‌های غیرسودآور، انضباط حاکمیتی بر مدیریت تحمیل می‌کند.

تأمین مالی یکی از اجزای ضروری عملیات هر شرکت است. بدون دسترسی به منابع تأمین مالی، توان رشد شرکت‌ها در معرض خطر قرار می‌گیرد؛ زیرا در زمان حاضر، محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط رو به پیشرفت و رقابتی است و اگر در هنگام نیاز، شرکتی منابع لازم را از بازار مالی تأمین نکند، مجبور به چشم‌پوشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب خواهد شد؛ از این رو اتخاذ سیاست‌های درست تأمین مالی، یکی از جنبه‌های مهم تصمیم‌گیری مدیران به شمار می‌رود. تأمین مالی از طریق بدهی، یکی از راه‌حل‌های مطلوب پیش‌روی شرکت‌ها است. شرکت‌ها به منظور تأمین مالی از طریق بدهی عموماً از دو جنبه نگران وضعیت اعتباری خود هستند: نخست، آیا در زمان نیاز توانایی تأمین منابع مالی از طریق وام بانکی، اعتبارات تجاری یا سایر منابع اعتباری لازم (توانایی دسترسی به بدهی) با هزینه پایین (هزینه بدهی) را دارند؟ و دوم، در پرداخت اصل و فرع بدهی‌هایشان توانایی لازم را داشته باشند (رتبه اعتباری) تا با بحران مالی روبه‌رو نشوند و مبادا تصمیم‌های اعتباری امروز بنگاه، انعطاف‌پذیری مالی فردای شرکت را با خطر مواجه کند. کاهش هزینه‌های شرکت‌ها برای تأمین مالی بدهی ابزار مهمی برای ارتقای توسعه باکیفیت بالای اقتصاد است. از طرفی، به شرکت‌هایی که برای ادامه فعالیت‌های خود، نیاز به کمک مالی دارند شرکت‌های زامبی گفته می‌شود (یو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱). شرکت‌های زامبی مانع پیشرفت صنعت، تشدید ظرفیت مازاد می‌شوند و شرکت‌های عالی در صنعت را تحت فشار قرار می‌دهند. بدون شک شرکت‌های زامبی در روند اصلاحات ساختاری طرفدار عرضه حلقه ضعیفی دارند (ژو و هی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). در عین حال، انباشت وام‌های غیررسمی و واگذاری بدهی‌ها توسط شرکت، ریسک نقدینگی و اعتباری را برای بانک‌های تجاری به ارمغان می‌آورد که ریسک اعتباری و مالی بازار اوراق قرضه را تشدید می‌کند. این شرکت‌ها همچنین می‌تواند خطرات اخلاقی مدیران را تحریک کند. شرکت‌های زامبی که وام دریافت می‌کنند به مدیران اطلاعات گمراه‌کننده می‌دهند که این امر نشان می‌دهد آنها از خطر ورشکستگی رنج نمی‌برند که این امر توانایی مدیران را در تحمل ریسک تضعیف می‌کند و باعث ایجاد یک سری مشکلات نامطلوب می‌شود (یو و همکاران، ۲۰۲۱)؛

بنابراین، باتوجه به اهمیت هزینه تأمین مالی از طریق بدهی در شرکت‌ها، بررسی اثر شرکت‌های زامبی بر هزینه تأمین مالی بدهی با تأکید بر نقش مالکیت دولتی ضروری به نظر می‌رسد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها از طریق بدهی در تصمیمات سرمایه‌گذاری نقش تعیین‌کننده ایفا می‌کنند. دستیابی به نرخ هزینه مناسب در تعیین ترکیب بهینه ساختار مالی شرکت‌ها به‌ویژه در کسب نتایج مطلوب از عملیات به شکل سودآوری از اهمیت ویژه برخوردار است. هزینه بدهی، بهره پرداختی به اعتباردهندگان است که شرکت در ازای جبران ریسک دریافت تسهیلات، به اعتباردهندگان پرداخت می‌کند. هر چه ریسک دریافت تسهیلات بیشتر باشد، به‌مراتب هزینه بدهی افزایش می‌یابد. (سوخاوتا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). تأمین مالی از طریق بدهی، به علت صرفه‌جویی مالیاتی و نرخ پایین‌تر آن در مقایسه با بازده مورد انتظار سهام‌داران، راهکار مطلوب‌تری برای تأمین مالی محسوب می‌شود؛ اما آنچه برای اعتباردهندگان درباره اعطای وام و اعتبار اهمیت دارد، توان بازپرداخت اصل و بهره وام و اعتبارات پرداختی وام‌گیرنده است (لی و ریچی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). رتبه اعتباری شرکت یکی از موارد مهم در زمان تصمیم‌گیری تأمین مالی است و از معیارهای نسبی ارزیابی ریسک اعتباری شرکت است. (گری و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶)، رتبه اعتباری را قدرت سودآوری شرکت معرفی کردند که احتمال توانایی بازپرداخت بهره و اصل بدهی را افزایش می‌دهد. رتبه اعتباری شرکت از عوامل مهمی است که در هنگام تأمین مالی جدید، بر میزان و هزینه‌های تأمین مالی تأثیرگذار است (مورسیال و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۴).

از سویی دیگر، دولت همواره نقش حامی را در هر جامعه‌ای برای واحدهای اقتصادی ایفا می‌کند؛ از این رو ارتباطات سیاسی با دولت به طور گسترده در اقتصادهای توسعه‌یافته و رو به پیشرفت وجود دارد و در بسیاری از کشورهای اروپایی، آسیایی و آمریکای لاتین مشاهده شده است. در کشور ایران نیز دولت نقش بزرگی در اقتصاد دارد و در ایران نیز همانند سایر کشورها، سیاست‌های تأمین مالی و ساختار سرمایه شرکت‌ها تحت تأثیر روابط با دولت قرار می‌گیرد (اعتمادی و احمدی گورجی، ۱۳۹۶)؛ بنابراین به نظر می‌رسد باتوجه به فضای حاکم بر نظام مالی کشور، بررسی ساختار تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی می‌تواند نتایج و شواهد مناسبی از تأثیرگذاری آن بر عملکرد بنگاه‌ها به دنبال داشته باشد. این فصل ابتدا به بیان مسئله و نکات اصلی پرداخته شده سپس ضرورت انجام پژوهش بیان می‌شود، پس از آن،

1. Sukhahuta *et al.*  
2. Li & Richie  
3. Gray *et al.*  
4. MurciaI *et al.*

سوالات، فرضیات و اهداف پژوهش عنوان شده و به تعریف متغیرهای مورد استفاده پرداخته می‌شود. سپس به بیان روش انجام پژوهش و نرم‌افزارهای به کار برده شده در پژوهش پرداخته می‌شود. تأمین مالی به عمل تهیه منابع مالی برای فعالیت‌های تجاری، انجام خریدها یا سرمایه‌گذاری گفته می‌شود. نهادهای مالی و بانک‌ها در تلاش برای تأمین مالی هستند و در همین حین با فراهم کردن سرمایه برای کسب و کارها، به آنها کمک می‌کنند تا به اهدافشان دست یابند (صباغیان طوسی و همکاران، ۱۴۰۱).

تأمین مالی یا فاینانس، یعنی تهیه منابع مالی و وجوه برای ادامه فعالیت شرکت و ایجاد و راه‌اندازی طرح‌های توسعه و درآمدزایی این واحدهای اقتصادی، تأمین مالی عمدتاً از طریق انتشار سهام، فروش اوراق قرضه و وام و اعتبار انجام می‌گیرد. شرکت‌ها برای تسویه بدهی‌های موعده رسیده، اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور در دسترس، افزایش سرمایه در گردش و پرداخت سود به سهام‌داران به منابع مالی بسیاری دسترسی دارند. این منابع، وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و فروش دارایی‌ها (به‌عنوان منابع درون‌سازمانی تأمین مالی)، استقراض وام بانکی، انتشار اوراق مشارکت و انتشار سهام جدید (به‌عنوان منابع برون‌سازمانی تأمین مالی) را شامل می‌شوند (ملانظری و همکاران، ۱۳۸۹). تأمین مالی برای هر شرکت یکی از مهم‌ترین موضوعاتی است که مدیران با آن دست‌وپنجه نرم می‌کنند. ارزیابی روش تأمین منابع کار ساده‌ای نیست و در هر مورد مدیران از بین چند راه مختلف باید یک روش را برگزینند؛ اما چگونه می‌توان یک روش را بر دیگر روش‌ها ترجیح داد؟

آنچه که در تأمین مالی یک شرکت دارای اهمیت است رعایت اصول تأمین مالی می‌باشد که در حفظ و نگهداری آن واحد این شیوه نقش بسیار مهمی را ایفا می‌کند و سلامت شرکت را از جنبه‌های گوناگون از جمله سوددهی و اجرای برنامه‌های آینده تضمین می‌کنند. به‌راستی برنامه‌های یک شرکت هنگامی کامل خواهد شد که شیوه‌های تأمین مالی در آن واحد به‌خوبی طراحی و تدوین شده باشد. چنانچه مدار فعالیت‌های شرکت در زمینه به جریان انداختن پول نقد، دچار اشکال گردد، شرکت با مشکلات برآمده از شیوه تأمین مالی مواجه خواهد شد و در صورت یافتن راهکار مناسب ممکن است خسارات جبران‌ناپذیری به شرکت وارد شود. یک شرکت در حال فعالیت ممکن است بخواهد بداند که بهترین راه تأمین نقدینگی چه راهی می‌تواند باشد، آیا وجوه موردنیاز خود را از طریق انتشار سهام عادی یا سهام ممتاز یا دریافت وام بلندمدت با صدور اوراق قرضه تأمین کند و یا از طریق سود انباشته که هر یک از راه‌حل‌های فوق معایب و مزایایی را به دنبال خواهد داشت.

به‌راستی این راه‌حل‌ها به‌صورت عمومی و کلی ارائه می‌شود ولیکن هر شرکت باید باتوجه‌به شرایط حاکم بر خودش مناسب‌ترین راهکار را انتخاب نماید و یا اینکه ترکیبی از راه‌حل‌های مختلف را اختیار

نماید. روی هم رفته عوامل مختلف دست به دست هم می‌دهند تا مناسب‌ترین شیوه تأمین مالی یک شرکت مشخص گردد، به‌طور کلی یک سری عوامل مربوط به محدودیت‌های شرکت است و بخش دیگر مربوط به خارج از محیط سازمان که هر یک از این محدودیت‌ها قابل بررسی می‌باشد به‌عنوان مثال میزان درآمد مؤسسه اثر چشمگیری در چگونگی تأمین مالی مؤسسه دارد شرکتی که قادر به کسب سود نیست و یا سود کمی دارد در جذب سرمایه و منابع بیرونی زیر فشار قرار خواهد گرفت که این نقطه ضعف شرکت چشم‌انداز بلندمدت شرکت را کدر می‌کند و مؤسسات دیگر حاضر به دادن وام بلندمدت به شرکت نمی‌باشد؛ زیرا ضمانت پرداخت اصل و فرع آن کم است ولیکن چنانچه شرکت از سرمایه در گردش نسبتاً خوبی برخوردار باشد سرمایه‌گذاران حاضر به دادن وام‌های کوتاه‌مدت می‌باشند، از سوی دیگر اگر شرکت دارای درآمد و نهایتاً سود باشد می‌تواند از محل سودهای توزیع نشده، نیاز نقدینگی و سرمایه لازم خود را مرتفع سازد (خورسندی ثانی کودکی، ۱۳۹۳).

بنابراین، تأمین مالی می‌تواند از منابع مختلف صورت گیرد. هر منبع تأمین مالی دارای تأثیرات خاص خود بر بازده و مخاطرات صاحبان واحد انتفاعی است. هدف اصلی از تأمین مالی انتخاب ترکیبی از منابع مالی است که هزینه سرمایه را حداقل و ارزش شرکت را برای سرمایه‌گذاران حداکثر نماید. شرکت راه‌های مختلفی را برای تأمین مالی در اختیار دارد که از نظر زمان سررسید به تأمین مالی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت و از لحاظ محل تأمین منابع به منابع داخلی و خارجی تقسیم می‌گردند (مرادزاده و همکاران، ۱۳۹۳). در حوزه تأمین مالی بر پایه رویکرد رفتاری، حاکی از آن است که ممکن است سرمایه‌گذاران، غیرمنطقی باشند، در نتیجه، سوگیری شناختی یا عوامل روانی سرمایه‌گذاران، می‌تواند بر روی تصمیمات آنان، تأثیرگذار باشد (فرهادی و دعائی، ۱۴۰۰).

انواع روش‌های تأمین مالی، الف) تأمین مالی کوتاه‌مدت، ب) تأمین مالی میان‌مدت، ج) تأمین مالی بلندمدت، د) استقراض، ه) سهام عادی، و) سهام ممتاز، ز) سود انباشته می‌باشند. میان صاحب‌نظران در مورد ماهیت شرکت‌های دولتی و روش‌های افزایش ارزش دو نگاه متفاوت وجود دارد:

نگاه اول انتقال هر چه سریع‌تر مالکیت شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی با شرط رعایت ضوابط و مقررات اقتصادی است که موجب تحول در مدیریت شرکت‌ها و افزایش ارزش آن‌ها خواهد شد.

نگاه دوم، نگاه خصوصی‌سازی تدریجی و آرام است که با انجام اقداماتی چون اصلاح ساختار شرکت‌های دولتی، به سبب احتمال بروز انحصارهای خصوصی و بیکاری نیروی کار و همچنین ارتقای فضای کسب‌وکار برای تسهیل رقابت و فعالیت شرکت‌های خصوصی حاصل می‌شود.

در نگاه اول، مالکیت دولتی را مسبب مدیریت ناکارآمد و نابسامانی‌های مختلف در شرکت‌های دولتی می‌داند؛ زیرا هیچ‌گاه نمی‌تواند به همسویی مدیریت با منافع اقتصادی شرکت بینجامد. از این‌رو، گرچه خصوصی‌سازی ممکن است به کاهش موقتی اشتغال منجر شود؛ ولی با روی کار آمدن مدیریتی کارآمد، رفع انحصارهای دولتی و کاهش سلطه دولت بر اقتصاد، بخش خصوصی تقویت می‌شود، به طوری که سرمایه‌گذارهای خصوصی گسترش و بیکاری به طور طبیعی کاهش می‌یابد. نگاه دوم، با تأکید بر نگرانی نسبت به پیامدهای اجتماعی و سیاسی خصوصی‌سازی، معتقد است که می‌توان مدیریت شرکت‌های دولتی را تغییر داد و ساختار این شرکت‌ها را اصلاح کرد و ارزش آن‌ها را افزایش داد (ایرانمنش، ۱۳۸۵).

هم اکنون کشور ما در تحقق سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی به دنبال خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی و عرضه آن‌ها در بورس اوراق بهادار است. عموماً این انتقاد مطرح می‌شود که اهداف سیاست‌های اصل ۴۴ در خصوصی‌سازی و تقویت بخش خصوصی محقق نمی‌شود و سهام شرکت‌های دولتی آشکارا در بورس عرضه و به طور پنهان از طریق سرمایه‌گذارانی که شبه‌دولتی هستند، به نوع دیگری به تملک بخش دولتی در می‌آید (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷)، یا اینکه شرکت فروخته شده را مؤسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی تملک می‌کنند، ولی چون مؤسسه عمومی غیردولتی تحت کنترل و مدیریت دولت است، شرکت واگذار شده با وجودی که مالکیت از دولت خارج شده؛ اما همچنان تحت مدیریت دولتی باقی می‌مانند. حالت دیگر این است که شرکت فروخته شده توسط بخش خصوصی خریداری می‌شود، اما به سهام‌داران جدید اجازه ورود به هیئت‌مدیره داده نمی‌شود. این کار از طریق واگذاری مقدار کنترل شده‌ای از سهام شرکت که همچنان مدیریت را در اختیار دولت نگه می‌دارد، انجام شود. حتی فراتر از این پیش‌آمده است که یک خریدار خصوصی موفق به خرید بلوک مدیریتی یک شرکت شده؛ ولی کماکان اجازه ورود به هیئت‌مدیره شرکت را پیدا نکرده است و این موضوع ربطی به خرد بودن سهام بخش خصوصی ندارد. موضوع دیگر اینکه موفقیت اعمال سیاست‌های کلی اصل ۴۴، وابسته به تأمین دو هدف اصلی است:

هدف اول، ارتقای فضای کسب و کار اقتصادی.

هدف دوم، ارتقای کارایی شرکت‌های دولتی در امر تولید و تجارت.

تأمین هدف اول شرط ضروری برای دستیابی به هدف دوم است؛ بنابراین بهترین راه دستیابی به هدف دوم از راه تغییر مدیریت شرکت‌های دولتی از مدیریت دولتی به مدیریت خصوصی می‌گذرد نه از راه واگذاری مالکیت دولتی به خصوصی. به بیان دیگر، کانون مسئله باید به جای تغییر در مالکیت، به



تغییر در مدیریت معطوف گردد تا باعث تغییرات در ارزش شرکت‌ها شود. پاسخگویی به این ابهامات به این بستگی دارد که مشخص شود، ترکیب مختلف سهام‌داران چه اثری بر ارزش شرکت دارد. رویکرد فعلی در اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ معطوف به واگذاری مالکیت بنگاه‌ها و شرکت‌های دولتی است. مدافعان رویکرد فعلی بر این گمان هستند که واگذاری مالکیت به بخش خصوصی، در نهایت به هدف ارتقای کارایی شرکت‌های دولتی واگذار شده و نیز ارتقای فضای کسب‌وکار اقتصادی و به دنبال آن رشد و رفاه اقتصادی خواهد انجامید. هرچند تجربه خصوصی‌سازی در ایران به‌ویژه در چند سال اخیر نشان داده است که چنین اهدافی هرگز تأمین نشده است.

شرکت با مالکیت خصوصی: به شرکتی اطلاق می‌شود که بزرگ‌ترین مالک آن اشخاص حقوقی غیردولتی یا اشخاص حقیقی باشد (مالکیت انفرادی + مالکیت شرکتی) (محمدی و همکاران، ۱۳۸۸). از طرفی، دخالت دولت باعث انحراف اعتبار خواهد شد. اثربخشی بازار مالی تأثیر زیادی بر هزینه‌های بدهی دارد. لی و ریچی (۲۰۱۶) دریافتند که در مقایسه با شرکت‌های دولتی، دریافت وام از بانک‌های تجاری دولتی برای شرکت‌های خصوصی دشوارتر است یا مجبور به پرداخت نرخ‌های بهره بالا هستند. مداخله غیرمستقیم دولت بانک‌ها را وادار کرده است تا برای انتخاب وام‌گیرندگان احتمالی، منطق‌های غیر بازارگرا را اتخاذ کنند، یعنی به شرکت‌هایی با عملکرد ضعیف که روابط ویژه با دولت دارند، وام‌های کم‌بهره ارائه کنند. تا حدودی، ترجیح دولت نشان‌دهنده تضمین ضمنی برای بانک‌ها است، زیرا دولت تمایلی به اجازه ورشکستگی شرکت‌های مورد حمایت خود و ایجاد بیکاری ندارد (لیم و همکاران، ۲۰۱۸). وجود ضمانت دولت به این معناست که ساختار تأمین مالی با ساختار اقتصادی چین مطابقت ندارد و عدم تطابق جدی منابع وجود دارد. منابع اعتباری بسیار زیادی به سمت شرکت‌های دولتی ناکارآمد و شرکت‌های دارای ظرفیت مازاد سرازیر می‌شود. این شرکت‌ها منابع اعتباری شرکت‌های عادی را از بین می‌برند، بنابراین مجموع وام‌های موجود برای شرکت‌های عادی کم است. اگر بخواهند وام بگیرند طبیعتاً باید هزینه‌های بیشتری بپردازند.

شرکت زامبی یک اصطلاح رسانه‌ای برای شرکت‌هایی است که برای ادامه فعالیت‌های خود، نیاز به کمک مالی دارند، یا به شرکت‌های بدهکاری اطلاق می‌شود که توان بازپرداخت اصل بدهی را ندارند. شرکت‌های زامبی اغلب در حالی به فعالیت خود ادامه می‌دهند، که درآمد حاصل از کسب‌وکار آنها پس از پوشش هزینه‌های عملیاتی و هزینه‌های ثابت، توان پرداخت اصل بدهی را نخواهند داشت. اصطلاح «شرکت زامبی» نخستین بار در دهه ۱۹۹۰ برای شرکت‌های ژاپنی که توسط بانک‌های این کشور پشتیبانی می‌شدند (در دوران معروف به دهه از دست رفته ژاپن به کار گرفته شد).

شرکت‌های زامبی زمانی در محدودیت تأمین مالی هستند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده‌شده با یک شکاف روبه‌رو باشند؛ بنابراین، منظور از محدودیت تأمین مالی محدودیت‌هایی است که مانع تأمین همه وجوه موردنیاز برای سرمایه‌گذاری‌های مطلوب برای شرکت‌های زامبی می‌گردد. یا می‌توان از اصطلاح محدودیت مالی این‌طور تفسیر کرد که مانع تأمین وجوه برای همه سرمایه‌گذاری‌های مطلوب است (کاشانی‌پور و نقی‌نژاد، ۱۳۸۸).

با این تعریف تمام شرکت‌ها را می‌توان به‌نوعی دارای محدودیت مالی دانست، اما سطوح محدودیت مالی متفاوت است. از دلایل عمده وجود اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی را می‌توان نام برد. در حالت عدم تقارن اطلاعاتی مدیران در مورد جریان نقدی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و به‌طور کلی چشم‌انداز آتی و ارزش واقعی شرکت اطلاعاتی بیش از سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی در اختیار دارند. عدم تقارن اطلاعاتی موجب ایجاد ریسک اطلاعاتی برای تأمین‌کنندگان منابع مالی می‌گردد. تأمین‌کنندگان منابع مالی در قبال ریسک اطلاعاتی که تحمل می‌کنند، مبلغ صرف ریسک برای این تأمین مالی در نظر می‌گیرند. به همین دلیل سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در چنین شرکت‌هایی نرخ بازده بالاتری را طلب می‌کنند (حیدری و همکاران، ۱۳۸۸).

مشکلات نمایندگی به دلیل جداسازی مالکیت و کنترل است. منافع مدیران کاملاً با منافع سهام‌داران سازگار نیست و مدیران به افزایش اندازه شرکت تمایل دارند. نتایج برخی پژوهش‌ها نشان داده است که مزایا و منافع مالی و غیرمالی مدیران در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است؛ بنابراین هدف مدیریت می‌تواند به‌جای حداکثرسازی ارزش، رشد اندازه شرکت باشد. تئوری جریان نقد آزاد پیش‌بینی می‌کند که به‌موازات افزایش جریان نقد آزاد، امکان دارد پروژه‌هایی اجرا گردد که دارای خالص ارزش فعلی منفی است؛ بنابراین مشکلات نمایندگی می‌تواند موجب سرمایه‌گذاری بیش از حد گردد (فرانسیس و مارتین، ۲۰۱۰).

مشکلات نمایندگی در ارتباط با منافع داخل واحدهای تجاری وجوه نقد مطرح است. جنسن و مک‌لینگ معتقدند وام‌دهندگان در قراردادهای بدهی، محدودیت‌های خاصی از قبیل حفظ سطح معینی از سرمایه در گردش، عدم تحصیل دارایی‌های جدید و عدم سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تجاری جدید و عدم پرداخت سود سهام برای وام‌گیرنده‌ها تعیین می‌کنند. در این حالت سرمایه‌گذاران نرخ بازده بالاتری را برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت مطالبه می‌کنند؛ لذا تأمین مالی خارج از شرکت گران‌تر می‌شود (فرانسیس و مارتین، ۲۰۱۰).

تأمین مالی از طریق بدهی به دلیل صرفه‌جویی مالیاتی و نرخ پایین‌تر آن در قیاس با بازده مورد انتظار سهام‌داران، یک راهکار مناسب جهت تأمین مالی به حساب می‌آید. اما در این باره آنچه که برای اعتباردهندگان مهم می‌باشد، توانایی بازپرداخت اصل و پرداخت بهره وام است.

**یو و همکاران (۲۰۲۱)**، در مقاله خود با عنوان "چگونه شرکت‌های زامبی بر هزینه‌های تأمین مالی بدهی دیگران تأثیر می‌گذارند: از دیدگاه‌های اثرات سرریز" با به‌کارگیری داده‌های شرکت‌های غیرمالی از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۸، به طور تجربی تأثیر شرکت‌های زامبی را بر هزینه‌های تأمین مالی بدهی شرکت‌های عادی (شرکت‌های غیر زامبی) از طریق مدل اثر ثابت مورد بررسی قرار دادند. نتایج تجربی نشان داد که شرکت‌های زامبی به طور قابل توجهی هزینه‌های تأمین مالی بدهی شرکت‌های عادی را افزایش می‌دهند. آزمون‌های استحکام و آزمون‌های درون‌زایی این یافته را تأیید می‌کنند. تجزیه و تحلیل بیشتر، تفاوت‌های قابل توجهی را در تأثیر شرکت‌های زامبی بر هزینه‌های تأمین مالی بدهی شرکت‌های معمولی که به سطوح مختلف وابستگی تأمین مالی خارجی، اشکال مختلف مالکیت، و مقیاس‌های شرکت متفاوت است، نشان می‌دهد. تأثیر منفی شرکت‌های زامبی بر هزینه‌های تأمین مالی بدهی شرکت‌های عادی در صنایع با وابستگی مالی خارجی بالا، شرکت‌های غیردولتی و شرکت‌های کوچک و متوسط بیشتر است. دفع مناسب شرکت‌های زامبی، هزینه‌های تأمین مالی بدهی شرکت‌های عادی را کاهش می‌دهد تا کارایی تخصیص منابع روی هم‌رفته صنعت را بهبود بخشد و بهینه‌سازی و ارتقای ساختار صنعتی و توسعه پایدار اقتصاد را ارتقا دهد.

**چانگ و همکاران (۲۰۲۱)**، به بررسی اینکه دخالت دولت چگونه بر شکل‌گیری شرکت‌های زامبی تأثیر می‌گذارد، پرداختند. این مقاله به طور تجربی اثرات مداخله دولت بر شکل‌گیری شرکت‌های زامبی را بررسی می‌کند و نشان می‌دهد که مداخله بیشتر دولت می‌تواند خطر تبدیل شدن یک شرکت به یک شرکت زامبی را افزایش دهد. آزمون‌های استحکام و درون‌زایی این یافته را تأیید می‌کنند. علاوه بر این، آنها یک کاوش مقدماتی در مورد مکانیسم مداخله دولت در تشکیل شرکت‌های زامبی انجام دادند و بررسی کردند که چگونه باورهای دولت از دیدگاه‌های مختلف بر تشکیل چنین شرکت‌هایی تأثیر می‌گذارد. تجزیه و تحلیل نشان می‌دهد که دولت با به‌کارگیری یارانه، حمایت از منابع، حمایت مالی و مالیات باعث ایجاد شرکت‌های زامبی می‌شود.

**ژو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹)**، به بررسی رابطه بین شرکت‌های زامبی و انباشت بدهی در قالب یک چارچوب نظری و تجربی برای شرکتی‌های چینی، پرداختند. در سال‌های اخیر، از آنجایی که چین با افزایش بدهی و تجدید ساختار اقتصادی گسترده دست‌وپنجه نرم می‌کند، شیوع شرکت‌های زامبی به

یک مشکل حیاتی تبدیل شده است. این مقاله یک چارچوب نظری ارائه می‌کند که منطق پشت وقوع شرکت‌های زامبی را از دیدگاه بانک‌ها نشان می‌دهد. آنها معادلات دیفرانسیل را برای مدل‌سازی انتظارات بانک و برآورد قبلی که مبنای تصمیم آن برای تأمین مالی دوباره یک وام‌گیرنده ورشکسته است، توسعه دادند. یک انتظار خوش‌بینانه در وام‌دهی شرکت‌های زامبی ضروری است و در الگوی ضد چرخه‌ای شرکت‌های زامبی ذاتی است. این مدل همچنین پیش‌بینی می‌کند که اگر بازیابی سودآوری، کند باشد یا بار بدهی اولیه خیلی زیاد باشد، بدهی می‌تواند تا سطح ناپایدار افزایش یابد. این مقاله با بررسی تجربه چینی شرکت‌های زامبی در سال‌های ۲۰۱۷-۲۰۰۷، دو یافته را برجسته می‌کند. اول، سهم شرکت‌های زامبی در میان شرکت‌های سهام‌شانگهای و شنژن، الگوی ضد چرخه‌ای را نشان می‌دهد. دوم، هم‌بستگی مثبت بین سهم زامبی‌ها و انباشت بدهی در بخش‌های تولیدی، ارتباط بین شرکت‌های زامبی و افزایش بدهی شرکت‌ها در چین را روشن می‌کند. برای مقابله با مشکل زامبی‌ها، دولت باید سیاست‌های خود را به‌دقت بسنجد تا از تحریف‌های بیشتر جلوگیری کند، زیرا ممکن است وقوع شرکت‌های زامبی اجتناب‌ناپذیر و حذف آن غیرممکن باشد.

**مینگ و یین**<sup>۱</sup> (۲۰۱۹)، این مقاله به بررسی رابطه بین سطح اعتماد در یک کشور و هزینه بدهی می‌پردازد. آنها با به‌کارگیری داده‌های مربوط به شرکت‌های مستقر در ۲۲ کشور در یک دوره ۲۰ ساله، سطح اعتماد کشور را بررسی کردند و شواهد قوی پیدا کردند که نشان می‌دهد در کشورهایی با سطح اعتماد اجتماعی بالاتر، انتشار بازده اوراق قرضه پایین‌تری دارند. همچنین دریافته‌اند که این تأثیر اعتماد به هزینه بدهی در کشورهایی با فضای حاکمیتی ضعیف و در زمان بحران مالی بارزتر است. به‌طور کلی، نتایج آنها نقش سرمایه اجتماعی را در شکل‌دهی رفتار مالی شرکت برجسته می‌کند.

**بانرجی و هافمن**<sup>۲</sup> (۲۰۱۸)، به بررسی ظهور شرکت‌های زامبی، علل و پیامدها پرداختند. افزایش تعداد شرکت‌های به‌اصطلاح زامبی که به‌عنوان شرکت‌هایی تعریف می‌شوند که نمی‌توانند هزینه‌های خدمات بدهی را از سود جاری در یک دوره طولانی پوشش دهند، توجه فزاینده‌ای را در محافل علمی و سیاسی به خود جلب کرده است. با به‌کارگیری داده‌های سطح شرکت در مورد شرکت‌های فهرست شده در ۱۴ اقتصاد پیشرفته، آنها یک افزایش سریع در گسترش زامبی‌ها از اواخر دهه ۱۹۸۰ را ثبت کردند. اثرات کاهش نرخ بهره همچنین دریافته‌اند که زامبی‌ها بر عملکرد اقتصادی تأثیر می‌گذارند؛ زیرا بهره‌وری کمتری دارند و حضور آنها سرمایه‌گذاری و اشتغال در شرکت‌های مولدتر را کاهش می‌دهد.

**رحمانی نوروزآباد و همکاران (۱۳۹۹)**، به بررسی و مقایسه استراتژی‌های تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط عادی و بحران، شواهدی از بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۵ یافتند. نتایج یافته‌ها نشان می‌دهد بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت تأثیر مثبت و مستقیم بر تأمین مالی از طریق بازار سهام در هر دو دوره عادی و بحران دارد. رشد فروش، سودآوری و متوسط اهرم مالی تأثیر منفی و معکوس بر تأمین مالی از طریق بازار سهام دارد. دارایی‌های مشهود و ریسک بازار، تأثیری بر تأمین مالی از طریق بازار سهام ندارد. به‌علاوه یافته‌ها نشان می‌دهد بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت تأثیر منفی و معکوس بر تأمین مالی از طریق بازار بدهی در هر دو دوره عادی و بحران دارد. رشد فروش در دوره بحران تأثیر منفی و معکوس بر تأمین مالی از طریق بدهی دارد؛ اما این تأثیر در دوره عادی مثبت و مستقیم است. متغیرهای سودآوری و متوسط اهرم مالی نیز تأثیر مثبت و مستقیم بر تأمین مالی از طریق بدهی دارند. دارایی‌های مشهود تأثیر مثبتی بر تأمین مالی از طریق بدهی در دوره بحران دارد؛ ولی در دوره عادی این رابطه منفی است. بر پایه مقدار ضرایب، ریسک بازار، تأثیری بر تأمین مالی از طریق بدهی ندارد.

**غنی‌زاده و همکاران (۱۳۹۸)**، به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران پرداختند. اعتباردهندگان در برآورد هزینه بدهی، کیفیت حاکمیت شرکتی موجود در شرکت‌ها را دلخواه قرار می‌دهند. فرض می‌شود کیفیت حاکمیت شرکتی در تمام مراحل ایجاد ارزش در شرکت وجود داشته باشد، بنابراین هدف پژوهش حاضر تبیین تأثیر مالکیت دولتی و مالکیت سهام‌دار عمده به‌عنوان دو معیار ساختار مالکیت بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی می‌باشد. نمونه پژوهش که به روش غربالگری انتخاب شده است، در برگزیده ۱۲۸ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، یافته‌ها نشان می‌دهد که وجود سهام‌داران عمده در ترکیب سهام‌داران و مالکیت دولتی بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی تأثیر معکوس و معناداری دارند.

**پیری و همکاران (۱۳۹۸)**، به بررسی رابطه بین هزینه تأمین مالی و بازده مازاد با اثر تعدیل‌گری فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور داده‌های ۹۱ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۶ با به‌کارگیری روش رگرسیون چندگانه و الگوی داده‌های تابلویی مورد آزمون قرار دادند. نتایج پژوهش بیانگر این است که هزینه تأمین مالی رابطه مثبت و معناداری با بازده مازاد دارد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری با بازده مازاد دارد. همچنین نقش تعدیل‌کنندگی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در رابطه بین هزینه تأمین مالی و بازده مازاد، منفی و معنادار است.

**صالحی‌نیا و تامرادی (۱۳۹۸)**، به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر سیاست‌های تأمین مالی پرداختند. به این منظور، نمونه‌ای در برگیرنده ۱۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ بررسی شدند. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیان می‌کنند ارتباطات سیاسی بر نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت، نسبت بدهی‌های بلندمدت، نسبت مجموع بدهی‌ها و هزینه بدهی تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین یافته‌ها بیان می‌کنند ارتباطات سیاسی بر رتبه اعتباری شرکت‌ها تأثیر منفی معناداری دارد.

**مکری و جنگی (۱۳۹۷)**، به بررسی عوامل مؤثر بر سودآوری صنایع مختلف بر روش‌های تأمین مالی (منتخبی از شرکت‌های فعال در بازار بورس و فرابورس اوراق بهادار) پرداختند. آن‌ها به بررسی عوامل مؤثر بر سودآوری و دارایی‌های ثابت ۱۱۰ شرکت بورسی طی ۵ سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ با تأکید بر نحوه تأمین مالی این شرکت‌ها پرداختند. متغیرهای مستقل مورد بررسی در مطالعه آن‌ها عبارت‌اند از هزینه تأمین مالی بدهی، هزینه تأمین مالی سهام، اندازه شرکت، تأمین مالی از طریق بدهی، تأمین مالی از طریق انتشار سهام و متغیرهای وابسته شامل دارایی‌های ثابت و سودآوری که روابط این متغیرها در قالب دو مدل مجزا مورد بررسی قرار گرفته است. در مدل اول به بررسی تأثیر اندازه شرکت، دارایی‌های ثابت، تأمین مالی از طریق بدهی و تأمین مالی از طریق سهام بر روی سودآوری شرکت پرداخته شده و در مدل دوم، تأثیر اندازه شرکت، هزینه تأمین مالی از طریق بدهی و هزینه تأمین مالی از طریق سهام بر روی دارایی‌های ثابت شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل حاکی از این است که در مدل اول رابطه بین سودآوری با تأمین مالی از طریق بدهی منفی و معنادار است، اما بین سودآوری و تأمین مالی از طریق سهام رابطه معناداری وجود ندارد. در مدل دوم رابطه دارایی ثابت و هزینه تأمین مالی از طریق بدهی و سهام مثبت و معنادار است. همچنین اندازه شرکت در هیچ‌یک از دو مدل معنادار نمی‌باشد.

**خزائی و همکاران (۱۳۹۶)**، به بررسی تأثیر تأمین مالی از طریق ابزارهای بدهی بر عملکرد بنگاه‌های تولیدی در ایران پرداختند. برای این منظور از داده‌های تابلویی ۱۴۱ بنگاه تولیدی فعال در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران در قالب ۲۰ صنعت طی دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۳۷۹ استفاده شده است. برای بررسی عملکرد بنگاه‌ها، از متغیرهای بهره‌وری کل عوامل تولید، بازده دارایی‌ها و بازده فروش استفاده شده است. به منظور برآورد بهره‌وری کل عوامل تولید از متدولوژی **لوینسون و پترین<sup>۱</sup>** (۲۰۰۳) بهره گرفته شده و سپس بر پایه رویکرد داده‌های تابلویی چند سطحی<sup>۲</sup> تأثیر تأمین مالی از

1. Levinsohn & Petrin  
2. Multilevel Panel

طریق ابزارهای بدهی بر عملکرد بنگاه‌ها مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج نشان‌دهنده تأیید فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت و معنی‌دار تأمین مالی از طریق ابزارهای بدهی بر عملکرد بنگاه‌های تولیدی است. همچنین نتایج حاکی از تأثیر منفی و معنی‌دار تأمین مالی از طریق منابع داخلی جریانات نقدی بر عملکرد بنگاه‌های مورد بررسی و نیز تأثیر منفی و معنی‌دار اجرای قانون هدفمندسازی یارانه‌ها و افزایش نرخ ارز بر بهره‌وری بنگاه‌ها است.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

روش این پژوهش از نظر ماهیت و محتوا از نوع رگرسیون است که با به‌کارگیری داده‌های ثانویه مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران به تحلیل تأثیر متغیرها می‌پردازد. انجام این پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت گرفته است. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی (نیمه‌تجربی) است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته و تاریخی (صورت‌های مالی شرکت‌ها) انجام می‌گیرد. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه‌ای کتابخانه‌ای و تحلیلی - علمی بوده و بر پایه تحلیل مدل‌های رگرسیون پانل چندمتغیره می‌باشد. پژوهش از حیث هدف کاربردی و از حیث روش توصیفی - رگرسیون قلمداد می‌شود.

فرضیه‌های پژوهش به‌قرار زیر است:

- بین وجود شرکت زامبی در شرکت‌های هم‌صنعت و هزینه تأمین مالی بدهی رابطه معناداری وجود دارد.
- مالکیت دولتی بر رابطه بین وجود شرکت زامبی در بین شرکت‌های هم‌صنعت و هزینه تأمین مالی تأثیرگذار است

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. اطلاعات مالی موردنیاز، از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده، سایت سازمان بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>، سایت مدیریت فناوری بورس و فرابورس اوراق بهادار، سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران (کدال)<sup>۲</sup> و نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شده است.

مدل پژوهش برای بررسی فرضیه‌های پژوهش به‌قرار زیر است:

$$EXPENS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ZR_{it} + \alpha_2 GOV_{i,t} + \alpha_3 ZR_{it} \times \alpha_2 GOV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LOAN_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 CR_{i,t} + \beta_6 ROE_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (۱) \text{ رابطه}$$

1. [www.irbourse.com](http://www.irbourse.com)

2. [www.codal.ir](http://www.codal.ir)

در این مدل (رابطه ۱)،  $i$  نماد شرکت،  $t$  نماد سال است.

#### متغیر وابسته:

هزینه تأمین مالی بدهی ( $EXPENS_{it}$ ): نسبت هزینه مالی تقسیم بر وام دریافتی توسط شرکت

#### متغیر مستقل:

شرکت زامبی ( $ZR_{it}$ ): اگر در گروه شرکت‌های هم صنعت شرکتی با شرایط شرکت زامبی قرار داشته باشد این متغیر یک در غیر این صورت صفر است. شرکت زامبی به شرکتی گفته می‌شود که دارای سه شرط زیر باشد: ۱- سه سال متوالی زیان ده باشد، ۲- ارزش زیان انباشته به اندازه سرمایه شرکت باشد و بیشتر، ۳- ارزش بازاری شرکت بیشتر از میانگین ارزش بازاری شرکت‌های دیگر صنعت باشد (یو و همکاران، ۲۰۲۱).

#### متغیر تعدیلگر:

مالکیت دولتی ( $GOV_{i,t}$ ): درصد سهام تحت مالکیت دولت، نهادهای حکومتی و سازمان‌های غیر خصوصی.

#### متغیر کنترلی:

$SIZE_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها

$LOAN_{i,t}$ : نسبت وام دریافتی تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها

$LEV_{i,t}$ : نسبت بدهی کل تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها

$CR_{i,t}$ : نسبت بدهی جاری تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها

$ROE_{i,t}$ : سود خالص تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

$AGE_{i,t}$ : تعداد سال‌های سپری شده از زمان پذیرش شرکت در بورس و فرابورس اوراق بهادار

تهران

$GROWTH_{i,t}$ : تغییرات فروش بین سال  $t$  و  $t - 1$  تقسیم بر فروش سال  $t - 1$ .

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که به روش غربالگری انتخاب شده‌اند.

در این پژوهش یک نمونه از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ۷ ساله.

شامل صورت‌های مالی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفته است. شرکت‌های مورد بررسی به روش غربال و بر پایه معیارهای زیر انتخاب می‌شوند.



جدول (۱) انتخاب نمونه  
Table (1) sample selection

تعداد شرکت	شرح
۵۷۰	تعداد کل شرکت‌های بورس و فرابورس سال ۱۳۹۹
(۱۵۹)	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران بعد از سال ۱۳۹۳
(۱۱۲)	حذف شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به اسفندماه نیست.
(۶۰)	حذف شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها، بیمه‌ها و لیزینگ‌ها
(۴۸)	شرکت‌هایی که نماد آنها حذف شده‌اند
(۶۹)	حذف شرکت‌های باقیمانده که اطلاعات آنها به طور کامل در دسترس نیست.
۱۲۲	شرکت‌های نمونه آماری

#### ۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

تجزیه و تحلیل داده‌ها، فرایندی چندمرحله‌ای است که طی آن داده‌هایی که به طرق مختلف جمع‌آوری شده‌اند خلاصه، دسته‌بندی و در پایان پردازش می‌شوند تا زمینه برقراری روابط بین داده‌ها و انجام تحلیل‌های علمی به منظور آزمون فرضیه‌ها فراهم شود. در این فرآیند داده‌ها هم از لحاظ مفهومی و هم از لحاظ تجربی پالایش می‌شوند و تکنیک‌های گوناگون آماری نقش به‌سزایی در تعمیم‌یافته‌ها به عهده‌دارند. فرآیندهای تجزیه و تحلیل با توجه به نوع پژوهش، ماهیت فرضیه‌ها، نوع نظریه‌سازی، ابزار به‌کاررفته برای جمع‌آوری اطلاعات و... متفاوت هستند.

در این پژوهش به بررسی اثر شرکت‌های زامبی بر هزینه تأمین مالی بدهی با تأکید بر نقش مالکیت دولتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار پرداخته شده است. ابتدا آمار توصیفی ارائه شده و پس از آن با به‌کارگیری آزمون‌های آماری تشریح شده به تجزیه و تحلیل ناهمسان واریانس و هم‌بستگی داده‌های پژوهش پرداخته شده و بعد با تجزیه و تحلیل الگوی رگرسیون حاصل از فرآیند تحقیق و بررسی معنی‌داری مدل رگرسیون پرداخته شده است.

برای بررسی مشخصات عمومی و پایه‌ای متغیرها جهت برآورد مدل، تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها و شناخت جامعه آماری مورد تحقیق، آشنایی با آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. با توجه به اینکه از روش ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطعی برای آزمون فرضیات استفاده شده است، لذا تعداد مشاهدات سال شرکت بر اساس داده‌های ترکیبی، ۸۵۴ مشاهده بوده است و شرکت‌ها به طور کاملاً تصادفی بین صنایع توزیع شده‌اند.

جدول (۲) آمار توصیفی

Table (2) descriptive statistics

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	تعداد مشاهده
هزینه تأمین مالی بدهی	۰/۱۷۱۳۱۹	۰/۱۶۵۷۶۷	۰/۹۶۱۹۳۲	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۱۴۴۵۰۳	۸۵۴
مالکیت دولتی	۰/۴۳۶۸۰۱	۰/۴۹۷۷۵۰	۰/۹۸۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۳۶۰۰۸۱	۸۵۴
اندازه شرکت	۱۴/۵۹۹۳	۱۴/۵۲۷۲۸	۲۰/۳۰۷۲۲	۱۱/۱۱۶۰۲	۱/۵۰۸۵۱۳	۸۵۴
وام دریافتی	۰/۱۸۵۳۱۹	۰/۱۴۴۹۶۴	۰/۸۴۹۵۶۴	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۱۶۷۰۴۲	۸۵۴
اهرم مالی	۰/۵۸۳۴۴۳	۰/۵۸۵۴۲۷	۱/۳۶۳۴۱۲	۰/۰۲۵۴۳۰	۰/۲۲۳۲۵۴	۸۵۴
نسبت بدهی جاری	۱/۴۹۹۲۶۳	۱/۳۱۱۴۶۱	۶/۱۳۸۴۸۵	۰/۱۷۰۵۱۶	۰/۸۶۲۹۵۸	۸۵۴
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۲۳۹۹۱۸	۰/۲۱۱۷۷۹	۲/۶۱۸۱۵۴	-۲/۸۹۸۷۶۴	۰/۴۳۰۵۶۱	۸۵۴
عمر شرکت	۲۳/۴۳۱۲۸	۲۳/۰۰۰۰۰	۵۳/۰۰۰۰۰	۹/۰۰۰۰۰۰	۸/۷۵۲۰۸۹	۸۵۴
رشد فروش	۰/۳۴۹۷۸۸	۰/۲۰۹۳۲۴	۳/۷۸۵۲۲۱	-۰/۹۱۴۶۴۴	۰/۶۰۹۴۲۹	۸۵۴

جدول (۳) آمار توصیفی متغیرهای کیفی پژوهش

Table (3) descriptive statistics of qualitative research variables

نام متغیر	تعداد مشاهدات	درصد فراوانی	تعداد مشاهدات	درصد فراوانی
شرکت زامبی	۹۸	۰/۱۱	۶۲۸	۰/۸۹

در جدول (۲) مشاهده می‌شود که متغیر هزینه تأمین مالی بدهی دارای میانگین ۱۷ درصد بوده که به این معناست که به طور متوسط، هزینه مالی در شرکت‌های مورد بررسی برابر با ۱۷ درصد وام‌های دریافتی در شرکت‌های مورد بررسی بوده است. متغیر مالکیت دولتی دارای میانگین ۴۳ درصد بوده که به این معناست که درصد سهام تحت مالکیت دولت، نهادهای حکومتی و سازمان‌های غیرخصوصی، به طور متوسط برابر با ۴۳ درصد بوده است. متغیر وام دریافتی دارای میانگین ۱۸ درصد است که بیانگر آن است که به طور متوسط، میزان وام دریافتی در شرکت‌های مورد بررسی، ۱۸ درصد ارزش دفتری دارایی‌ها بوده است. متغیر اهرم مالی دارای میانگین ۵۸ درصد بوده که به این معناست که ۵۸ درصد از کل دارایی‌ها در شرکت‌های مورد بررسی از محل بدهی‌ها تأمین شده است. بیشترین مقدار اهرم مالی ۱/۳۶ بوده که مربوط به شرکت کاشی حافظ در سال ۱۳۹۶ می‌باشد. متغیر نسبت جاری دارای میانگین ۱۴۹ درصد بوده که به این معناست که میزان دارایی‌های جاری در شرکت‌های مورد بررسی ۱/۴۹ برابر بدهی‌های جاری بوده است. متغیر بازده حقوق صاحبان سهام دارای میانگین ۲۳ درصد بوده که نشان‌دهنده آن است که ۲۳ درصد از ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های مورد بررسی

به سود خالص تبدیل شده است. متغیر رشد فروش دارای میانگین ۳۴ درصد است که بیانگر آن است که میزان رشد فروش در هر سال نسبت به سال پیش ۳۴ درصد بوده است.

## ۵- بحث و نتیجه‌گیری

در فرضیه اول ما به دنبال آزمون این عبارت بودیم که آیا بین وجود شرکت زامبی در شرکت‌های هم صنعت و هزینه تأمین مالی بدهی رابطه معناداری وجود دارد؟

هدف از آزمون این فرضیه، ارزیابی تأثیر وجود شرکت زامبی در بین شرکت‌های هم صنعت بر هزینه تأمین مالی بدهی می‌باشد. باتوجه به نتایج حاصل، وجود شرکت زامبی در بین شرکت‌های هم صنعت بر هزینه تأمین مالی بدهی تأثیری مثبت و معنی‌دار دارد. بدین‌سان فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، با نتیجه به‌دست‌آمده از پژوهش‌های **یو و همکاران (۲۰۲۱)**، **چانگ و همکاران (۲۰۲۱)**، **ژو و همکاران (۲۰۱۹)** هم‌راستا می‌باشد. وجود شرکت‌های زامبی در بین شرکت‌های هر صنعت به این معنی است که در آن صنعت مذکور شرکت‌هایی وجود دارند که از شرایط تأمین مالی و ساختار مالی درستی برخوردار نیستند؛ بنابراین وجود شرکت‌های زامبی می‌تواند باعث افزایش هزینه تأمین مالی شود. دلیل این امر می‌تواند بدینی سایر شرکت‌های تأمین‌کننده مالی و به‌طور ویژه بانک‌ها و حتی سرمایه‌گذاران از چشم‌انداز نامناسب چنین صنعتی باشد. به‌راستی وجود یک شرکت نابسامان در یک صنعت می‌تواند آینده آن صنعت را دچار خدشه کرده و ذهنیت سرمایه‌گذاران و تأمین‌گران مالی را منفی کند و از این‌رو سبب شود که این تأمین‌کنندگان در ازای مبلغ بیشتری انتظار تأمین مالی داشته باشند؛ بنابراین وجود شرکت‌های زامبی در بین شرکت‌های هم صنعت بر هزینه تأمین مالی بدهی تأثیر مثبت دارد و فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

در فرضیه دوم ما به دنبال آزمون این عبارت بودیم که آیا مالکیت دولتی بر رابطه بین وجود شرکت زامبی در بین شرکت‌های هم صنعت و هزینه تأمین مالی تأثیر دارد؟

هدف از آزمون این فرضیه، ارزیابی تأثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین وجود شرکت زامبی در بین شرکت‌های هم صنعت و هزینه تأمین مالی است. باتوجه به نتایج حاصل، مالکیت دولتی بر رابطه بین وجود شرکت زامبی در بین شرکت‌های هم صنعت و هزینه تأمین مالی تأثیر معنی‌داری ندارد. بدین‌سان فرضیه دوم پژوهش پذیرفته نمی‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، با نتیجه به‌دست‌آمده از پژوهش‌های **چانگ و همکاران (۲۰۲۱)**، **منگ و بین (۲۰۱۹)**، **بانرجی و هافمن (۲۰۱۸)** هم‌راستا نمی‌باشد. باتوجه به تأیید شدن فرضیه اول و تأثیر شرکت‌های زامبی بر هزینه تأمین مالی، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که در زمان انتخاب شرکت مناسب به‌طور حتم وضعیت صنعت آن شرکت موردنظر را موردتوجه قرار

دهند و از وجود شرکت‌های زامبی در آن صنعت مطمئن شوند، چرا که شرکت‌های یاد شده می‌توانند هزینه تأمین مالی و از طرفی کاهش سود را برای شرکت‌ها به وجود آورند و این امر باعث کاهش سود سهام‌داران می‌شود.

## ۶- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

## ۷- منابع

- اعتمادی، حسین؛ احمدی گورجی، جلیل. (۱۳۹۶). بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۹(۳۴)، ۲۳-۴.
- امیری، هادی؛ محمدی خورزوقی، هاجر. (۱۳۹۱). تحلیل ارتباط بین تأمین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مالی*، ۴(۱۶)، ۸۱-۶۱.
- ایرانمنش، محمد. (۱۳۸۵). پارادوکس خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی، نشریه چشم‌انداز مدیریت، ۴۰، ۳۷-۴۰.
- پیری، پرویز؛ آشتاب، علی؛ رسولی، معصومه. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین هزینه تأمین مالی و بازده مازاد با اثر تعدیلگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری. *دانش حسابداری مالی*، ۶(۲)، ۱۸۳-۱۶۱.
- حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵(۳)، ۱۲۲-۱۰۷.
- حیدری، حسن؛ توکلی بغدادآباد، محمد؛ رضائی، جواد. (۱۳۸۸). بررسی رابطه‌ی بین نرخ بازده مورد انتظار و ریسک نظام‌مند (بتا) در چهار طبقه‌ی دارایی عمده در اقتصاد ایران. *مجله تحقیقات اقتصادی*، ۴۴(۴)، ۳۲-۱.
- خزائی، ایوب؛ طهرانچیان، امیرمنصور؛ جعفری صمیمی، احمد؛ طالب‌لو، رضا. (۱۳۹۶). تأثیر تأمین مالی از طریق ابزارهای بدهی بر عملکرد بنگاه‌های تولیدی در ایران. *مجله تحقیقات اقتصادی*، ۵۲(۲)، ۳۱۲-۲۸۷.
- خورسندی ثانی کودکی، رضا. (۱۳۹۳). *بررسی و اولویت بندی روش‌های تأمین منابع مالی در پروژه‌های سدی و نیروگاهی، مطالعه موردی پروژه‌های سدی و نیروگاهی شرکت توسعه منابع آب و نیروی ایران*. پایان نامه ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- رحمانی نوروزآباد، سامان؛ انواری رستمی، علی‌اصغر؛ خلیلی، کرم؛ محمدی، اسفندیار. (۱۳۹۹). استراتژی‌های تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط عادی و بحران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۸(۲)، ۳۰-۱۳.
- صالحی‌نیا، محسن؛ تامرادی، علی. (۱۳۹۸). تأثیر ارتباطات سیاسی بر سیاست‌های تأمین مالی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۱(۲)، ۶۰-۳۹.

صباحیان طوسی، امید؛ مرادی، زهرا؛ یزدانی، شهره. (۱۴۰۱). انتخاب الگوی بهینه تأثیر متغیرهای تأمین مالی خارجی بر ارقام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا و پایین. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۳(۷)، ۷۲-۴۷.

غنی‌زاده، حوریه؛ علی‌پور، سعید؛ شاه‌ولی‌زاده، عادل. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس ملی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد با تأکید بر بازاریابی منطقه‌ای و جهانی، تهران.

فرهادی، محسن؛ دعائی، میثم. (۱۴۰۰). مدل‌سازی تمایلات سرمایه‌گذاران با تأکید بر عوامل روانشناختی با استفاده روش دلفی فازی و دیمتل. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۲(۵)، ۱۴۳-۱۱۳.

کاشانی‌پور، محمد؛ نقی‌نژاد، بیژن. (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی - وجه نقد. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱(۲)، ۹۳-۷۲.

محمدی، شاپور؛ قالیباف‌اصل، حسن؛ مشکلی، مهدی. (۱۳۸۸). بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۱۱(۲۸)، ۸۸-۶۹.

میرزاده‌فرد، مهدی؛ فرج‌زاده، مریم؛ کرمی، شیما؛ عدل‌زاده، مرتضی. (۱۳۹۳). بررسی رابطه محافظه کاری و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به وضعیت تأمین مالی و مالکیت نهایی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۱(۴۴)، ۹۷-۱۱۶.

مکری، فرانک؛ جنگی، امیرھوشنگ. (۱۳۹۷). عوامل مؤثر بر سودآوری صنایع مختلف با تأکید بر روش‌های تأمین مالی (منتخبی از شرکت‌های فعال در بازار بورس اوراق بهادار). *فصلنامه اقتصاد دفاع*، ۳(۱۰)، ۱۰۸-۸۱.

ملانظری، مهناز؛ حجازی، رضوان؛ صحرایی، محمد. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع برون‌سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۲(۶)، ۸۶-۶۵.

Amiri, H; Mohammadi Khorzooghi, H. (2013). Analysis of the relationship between debt financing and profit quality of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting*, 4 (16), 61-81. [In Persian]

Banerjee, R., & Hofmann, B. (2018). *The Rise of Zombie Firms: Causes and Consequences*. Papers.ssrn.com.

Chang, Q., Zhou, Y., Liu, G., Wang, D., & Zhang, X. (2021). How does government intervention affect the formation of zombie firms?. *Economic Modelling*, 94, 768-779.

Etemadi, H., & Ahmadi Gvrjy, J. (2017). Effects of political communication on investment and Reducing financing constraints in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Research*, 9(34), 4-23. [In Persian]

- Farhadi Sharif Abad, M., & Doaei, M. (2022). Modeling investor tendencies with emphasis on psychological factors by fuzzy Delphi and DEMATEL methods. *Advances in Finance and Investment*, 2(5), 113-143. [In Persian]
- Francis, J. R., & Martin, X. (2010). Acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), 161-178.
- Ghanizadeh, H; Alipour, S; Shah Valizadeh, A. (2018), investigating the effect of ownership structure on the cost of debt financing in companies listed on the Tehran Stock Exchange, *the fourth national conference on management, accounting and economics with an emphasis on regional and global marketing*, Tehran. [In Persian]
- Gray, S., Mirkovic, A., & Raganathan, V. (2006). The Determinants of Credit Ratings: Australian Evidence. *Australian Journal of Management*, 31(2), 333-354.
- Hasass Yeganeh, Y; Moradi, M; Eskandar, H. (2008). The Relationship between Institutional Investors and Corporate Value. *Accounting and Auditing Review*, 15(3), 107-122. [In Persian]
- Heydari, H., Tavakoli Baghdadabad, M., & rezaee, J. (2010). Estimating Relationship between Systematic Risk (Beta) and Expected Returns of Four Aggregate Assets in Iranian Economy. *Journal of Economic Research (Tahghihat- E- Eghtesadi)*, 44(4), 1-32. [In Persian]
- Iranmanesh, M. (2006). The Paradox of Privatization of Public Enterprises, *Management Perspectives Journal*. 40, 37-40. [In Persian]
- Kashanipour, M., & Taghinezhad, B. (2009). Investigating the effect of financial constraints on cash flow sensitivity - cash flow. *Accounting and Auditing Research*, 1(2), 72-93. [In Persian]
- Khazaei, A., Tehranchian, A., Jafari-Samimi, A., & Talebloo, R. (2017). The Effects of Debt Financing on Manufacturing Firms' Performance in Iran. *Journal of Economic Research (Tahghihat- E- Eghtesadi)*, 52(2), 287-312. [In Persian]
- Khorsandi Sani Kavaki, Reza. (2013). *Investigating and prioritizing financing methods in dam and power plant projects, a case study of dam and power plant projects of Iran Water and Power Resources Development Company*, master's thesis, Islamic Azad University, Central Tehran Branch, Faculty of Management and Accounting. [In Persian]
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911.
- Levinsohn, J., & Petrin, A. (2003). Estimating Production Functions Using Inputs to Control for Unobservables. *Review of Economic Studies*, 70(2), 317-341.

- Li, S., & Richie, N. (2016). Income smoothing and the cost of debt. *China Journal of Accounting Research*, 9(3), 175–190.
- Lim, E. K., Chalmers, K., & Hanlon, D. (2018). The influence of business strategy on annual report readability. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(1), 65–81.
- Meng, Y., & Yin, C. (2019). Trust and the cost of debt financing. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 59, 58–73.
- Mohammadi, S., Ghalibaf, H., & Meshki, M. (2010). The effects of Ownership Structure (mix and concentration) on Firm's Return and Value in the Tehran Stock Exchange (TSE). *Financial Research Journal*, 11(28), 69-88. [In Persian]
- Mokri, F., & Jangi, A. (2019). Factors Affecting the Profitability of Industries with Emphasis on Financing Methods (A Survey on Selected Companies in the Stock Market). *Defense Economics*, 3(10), 81-108. [In Persian]
- Molanazari, M; Hejazi, R; Sahraei, M. (2010). Investigating the relationship between financing methods (external sources) and the success and failure of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Financial accounting and auditing research*, 2(6), 65-86. [In Persian]
- Moradzadehfard, M., Farajzadeh, M., Karami, S., & Adlzadeh, M. (2015). Investigation the association between conservatism and investment efficiency with respect to firm's financing status and ultimate ownership in Tehran Stock Exchange Market. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 11(44), 97-116. [In Persian]
- MurciaI, F. C. D. S., Dal-Ri Murcia, F., Rover, S., & Borba, J. A. (2014). The determinants of credit rating: brazilian evidence. *BAR - Brazilian Administration Review*, 11(2), 188–209.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- Piri, P., ashtab, A., & Rasouli, M. (2019). Review The Relationship between Cost of Debt and Surplus Return with Moderating effects of Investment Opportunities. *Financial Accounting Knowledge*, 6(2), 161-183. [In Persian]
- Rahmani Noroozabad, S., Anvary Rostamy, A. A., Khalili, K., & Mohammadi, E. (2020). Corporate Financing Strategies in Normal and Crisis Conditions: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 8(2), 13-30. [In Persian]
- Sabaghiyan Toosi, O., Moradi, Z., & Yazdani, S. (2022). Selecting The Optimal Model For Impact of External Financing Variables on Voluntary Discretionary Accruals in Companies with High and Low Investment Opportunities. *Advances in Finance and Investment*, 3(7), 47-72. [In Persian]

- Salehinia, M., & Tamoradi, A. (2019). The Effect of Political Connections on Financing Policies. *Journal of Financial Accounting Research*, 11(2), 39-60. [In Persian]
- Scott, J. H. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics*, 7(1), 33.
- Sukhahuta, D., Lonkani, R., Tangsomchai, C., & Sampet, J. (2019). The Moderating Effect of Corporate Governance on Relationship between CEO Power and Firm Performance. *WMS Journal of Management*, 8(2), 72-84.
- Yu, M., Guo, Y. M., Wang, D., & Gao, X. (2021). How do zombie firms affect debt financing costs of others: From spillover effects views. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101471.
- Zhu, H., & He, F. (2016). Quantity and characteristics of zombie firms in China. *Journal of Beijing Technology and Business University (Social Sciences)*, 4, 116-126.
- Zhu, H., He, F., Wang, S., Ye, Q., & Liang, C. (2019). Zombie firms and debt accumulation: A theoretical framework and Chinese experience. *China & World Economy*, 27(6), 104-126.

---

#### COPYRIGHTS

© 2022 by the authors. Published by Islamic Azad University, Esfaryen Branch. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

