

اثر محیط کسب و کار بر تأمین مالی بنگاه‌های نوپا

کد موضوعی: ۳۲۰

شماره مسلسل: ۱۲۰۵۷

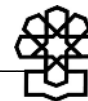
آبان‌ماه ۱۳۹۰

دفتر: مطالعات محیط کسب و کار

به نام خدا

فهرست مطالب

۱ خلاصه اجرایی
۲ مقدمه
۶ ۱. داده‌ها و خلاصه آماری
۱۱ ۲. ارتباط بین عمر بنگاه و استفاده از تأمین مالی بیرونی
۱۲ ۳. نقش محیط کسب‌وکار (در تأمین مالی بنگاه)
۱۵ ۴. آزمون‌های استحکام
۱۷ نتیجه‌گیری
۱۸ پیوست‌ها
۳۵ منابع و مآخذ



اثر محیط کسب و کار بر تأمین مالی بنگاه‌های نوپا

Larryw. Chavis, Leora F. Klapper,
Inessa Love, 2010

خلاصه اجرایی

یکی از عواملی که در بهبود محیط کسب و کار همواره مورد توجه است، دسترسی به تأمین مالی متناسب با شرایط بنگاه است. چنانچه زیرساخت‌های لازم برای توسعه تأمین مالی فراهم باشد و تدابیری برای تسهیل دسترسی بنگاه‌ها به تأمین مالی با هزینه کم اتخاذ شود، لوازم رشد بنگاه‌ها و افزایش ورود بنگاه‌ها به حوزه‌های مختلف کسب و کار فراهم خواهد شد. یکی از مباحثی که در تأمین مالی بنگاه‌ها مطرح است، نداشتن سابقه اعتباری جهت اخذ وام در بنگاه‌های تازه تأسیس است که موجب می‌شود این بنگاه‌ها در بسیاری از کشورها به تأمین مالی غیررسمی روی بیاورند که دو عامل ضعف حاکمیت قانون و ضعف زیرساخت‌های اطلاعات اعتباری موجب تشدید این مسئله می‌شود.

تحقیق حاضر که توسط بانک جهانی صورت گرفته است، با استفاده از یک بانک اطلاعاتی مشتمل بر ۷۰,۰۰۰ بنگاه عمدتاً کوچک، در بین ۱۰۰ کشور به مطالعه نظام‌مند استفاده از روش‌های مختلف تأمین مالی برای بنگاه‌های نوپا می‌پردازد. این مطالعه در واقع به بررسی نوع تأمین مالی که بنگاه‌های نوپا در مقایسه با بنگاه‌های رشد یافته و قدیمی انتخاب می‌کنند و ارتباط آن با محیط کسب و کار می‌پردازد. مهمترین سؤالاتی که بررسی حاضر به آنها پاسخ می‌دهد عبارتند از:

۱. چه رابطه‌ای بین عمر بنگاه و نوع تأمین مالی وجود دارد؟
۲. آیا استفاده از تأمین مالی غیررسمی بیشتر توسط بنگاه‌های نوپا صورت می‌گیرد یا بنگاه‌های رشد یافته؟

۳. محیط کسب و کار (حاکمیت قانون و اطلاعات اعتباری) چه اثری بر نوع تأمین مالی بنگاه‌ها دارد؟
چهار گروه تأمین مالی در این مطالعه مورد بررسی قرار گرفته است که شامل «تأمین مالی بانکی»، «لیزینگ و اعتبار تجاری»، «اوراق سهام و امتیاز تسهیلات» و «تأمین مالی غیررسمی (خانواده، دوستان و...)» می‌شود که ارتباط بین انتخاب این روش‌ها با عمر بنگاه برای نیازهای سرمایه در گردش و سرمایه‌گذاری جدید مورد بررسی قرار می‌گیرد. یکی از مزیت‌های این مطالعه این است که ارتباط بین روش‌های تأمین مالی و عمر بنگاه‌ها را براساس سطح توسعه‌یافتگی و درآمدی کشورها مورد بررسی قرار می‌دهد. نتایج این مطالعه را می‌توان به صورت زیر خلاصه کرد:

۱. در همه کشورها، بنگاه‌های جدید و نوپا نسبت به بنگاه‌های قدیمی بیشتر به شکل غیررسمی تأمین مالی شده‌اند تا منابع بانکی. البته در کشورهایی که حاکمیت قانون و اطلاعات اعتباری بهتر و وسیع‌تر است، بنگاه‌های نوپا از منابع بانکی بیشتر استفاده می‌کنند که این مسئله عمدتاً در کشورهای توسعه‌یافته وجود دارد.

۲. کیفیت محیط نهادی و شاخص‌های محیط کسب‌وکار (به‌طور مشخص حاکمیت قانون و زیرساخت‌های اطلاعات اعتباری) تأثیر زیادی بر تسهیل دسترسی بنگاه‌ها به ویژه بنگاه‌های نوپا به تأمین مالی رسمی دارند.

۳. به موازات افزایش عمر بنگاه، استفاده از تأمین مالی غیررسمی کاهش می‌یابد و سهم منابع رسمی (بانکی، لیزینگ و اعتبار تجاری) در هریک از نیازهای سرمایه در گردش و سرمایه‌گذاری جدید افزایش می‌یابد.

سؤالات و چالش‌های تأمین مالی که این مطالعه براساس پیمایش‌های بنگاهی در کشورهای مختلف به آنها پرداخته است، برای اقتصاد ایران نیز بسیار حائز اهمیت هستند. چراکه براساس بررسی‌های مرکز پژوهش‌ها^۱ در سال‌های اخیر، مشکل تأمین مالی مسئله و چالش اصلی بنگاه‌ها در ایران است. از این‌رو بررسی مطالعاتی مشابه تحقیق حاضر در خصوص وضعیت تأمین مالی بنگاه‌های نوپا و رشدیافته و سهم هریک از منابع رسمی و غیررسمی در تأمین مالی بنگاه‌ها از اهمیت زیادی برخوردار است. لازمه چنین تحقیقاتی دسترسی به آمار و اطلاعات در خصوص تأمین مالی بنگاه‌ها و وضعیت شاخص‌های محیط کسب‌وکار در مقاطع مختلف عمر بنگاه است. براساس نتایج مطالعه بانک جهانی می‌توان بیان داشت که تقویت زیرساخت‌های اطلاعات اعتباری و بهبود حاکمیت قانون در حوزه کسب‌وکار می‌تواند شرایط را برای تسهیل و دسترسی بنگاه‌ها به ویژه بنگاه‌های نوپا به تأمین مالی رسمی فراهم نماید.

مقدمه

دسترسی به تأمین مالی بیرونی و توانایی انجام طرح‌های سرمایه‌گذاری سودآور، از عوامل مهم موفقیت هر کسب‌وکار جدید و به‌طور کلی رشد و توسعه اقتصادی است.^۲ هرچند، محدودیت‌های

۱. رجوع شود به «پایش محیط کسب‌وکار ایران در بهار ۱۳۹۰»، مرکز پژوهش‌های مجلس (گروه مطالعات محیط کسب‌وکار)، شماره مسلسل ۱۱۰۸۰، مهرماه ۱۳۹۰.

۲. مراجعه شود به:

Levine, R. "Finance and Growth: Theory and Evidence", in Hand Book of Economic Growth, Eds: Phillippe Aghion and Durlauf, the Netherlands: Elsevier Science, 2005.



نقدینگی مانع شروع کسب و کار توسط کارآفرینان بالقوه^۱ و کاهش نرخ‌های رشد به‌خصوص در کسب و کارهای کوچک می‌شود،^۲ رفع این محدودیت‌ها موجب افزایش ورود بنگاه‌های جدید و موفقیت آنها می‌شود. به‌طور مثال، یک مطالعه بین‌کشوری از ۳۵ کشور اروپایی نشان می‌دهد که در کشورهایی که نظام مالی توسعه‌یافته‌تر است، ورود بنگاه‌ها در صنایع وابسته به نظام مالی بیشتر است.^۳

روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های رشد یافته می‌تواند از طریق نظریه سلسله‌مراتبی تأمین مالی توضیح داده شود. این بنگاه‌ها به دلیل سوددهی بالا وجوه داخلی (سود انباشته) عمدتاً بیشتری دارند، بنابراین ابتدا ترجیح می‌دهند از منابع داخلی استفاده کنند.^۴ علاوه بر این، یک شهرت خوب مانند سابقه اعتبار طولانی، می‌تواند مشکل انتخاب معکوس^۵ بین وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان را کاهش دهد. بنابراین بنگاه‌های رشد یافته نسبت به بنگاه‌های نوپا، در شرایط مالی بهتری می‌توانند به وام دسترسی پیدا کرده^۶ و عموماً قبل از روش اوراق سهام از طریق وام گرفتن نیازهای مالی خود را برطرف کنند.

در نتیجه، در سراسر جهان بنگاه‌های جدید بدون داشتن پیشینه اعتباری، با محدودیت‌های مالی شدیدتری مواجه هستند. به‌عنوان مثال، مطالعات انجام شده در چین، ایتالیا و آمریکا نشان می‌دهند که عدم تقارن اطلاعات،^۷ به‌طور قابل توجهی ظرفیت اخذ وام بنگاه‌های نوپا را محدود می‌کند.^۸ علاوه بر این در تایلند به‌خصوص در مناطق فقیرتر، وجود محدودیت‌های زیاد تأمین مالی، احتمال شروع یک کسب و کار را کاهش می‌دهد.^۹ در بوسنی داشتن ارتباط بانکی احتمال شروع کسب و کار و شانس بقا برای کارآفرینان جدید را افزایش می‌دهد.^{۱۰} علاوه بر این، با توجه به مطالعات صورت گرفته درخصوص بنگاه‌های آلمان و کانادا، سهم بالای اوراق سهام در بنگاه‌های جدید، اثر مثبتی بر سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه دارد، این درحالی است که در بنگاه‌های قدیمی این اثر مشاهده نمی‌شود.^{۱۱}

1. Evans and Jovanovic, "Anestimated Model of Entrepreneurial Choice Under Liquidity Constraints", Journal of Political Economy, Chicago Press, 1989, Vol. 97 (4), pp: 808-27.

2. Klapper, Learen, and Rajan, "Barriers to Entrepreneurship", Journal of Financial Economics, 2006, p3.

3. Myers and Majluf, 1984.

4. Bulan and Yan, "The Pecking Order Life Cycle" 2007, Working Paper.

5. Adverse Selection

6. Bulan and Yan, 2007.

7. Assymetry Information

8. Carpenter and Rondi, "Iralian Corporate Gonerance, Investment and Finance", 2000, CERIS- CNR Working Paper, No. 14/ 2000.

9. Paulson, Anna L. & Townsend, Robert, "Entrepreneurship and financial constraints in Thailand," Journal of Corporate Finance, Elsevier, 2004, vol. 10(2), pages 229-262.

10. Demirguc-Kunt, Asli, T. Beck and V. Maksimovic, "Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter?", Journal of Finance, 60, 2004, , pp. 137-177.

11. Müller, Elisabeth and Volker Zimmermann, "The Importance of Equity Finance for R&D Activity - Are there Differences between Young and Old Companies?", ZEW Discussion Paper 2006, No. 06-014

عدم دسترسی به تأمین مالی رسمی موجب می‌شود بنگاه‌های تازه تأسیس متوسل به منابع غیررسمی شوند. به‌طور مثال، مطالعه‌ای در این زمینه نشان می‌دهد در بین بنگاه‌های کوچک و متوسط هند، خانواده و دوستان، کمک‌های مالی قابل دسترس و مقرون به صرفه‌ای را در مراحل شروع و رشد این بنگاه‌ها در اختیار قرار می‌دهند^۱ البته تأمین مالی از طریق دوستان و خانواده ممکن است «غیرقابل اعتماد، نابهنگام» بوده و «هزینه‌های غیرمالی قابل توجهی» را به بار بیاورد.^۲ به‌طور مثال، یافته‌های مطالعه‌ای در بین ۲۹ کشور بیان می‌دارد که وقتی فساد در میان مقامات دولتی گسترش می‌یابد، بنگاه‌ها برای پرهیز از پرداخت رشوه، روش‌های تأمین مالی غیررسمی را به روش‌های رسمی ترجیح می‌دهند،^۳ لذا چنانچه منفعتی از اجتناب فساد حاصل شود، بنگاه‌ها حاضر به تحمل هزینه ناشی از تأمین مالی غیررسمی می‌شوند. مطالعه بنگاه‌های چین نیز نشان می‌دهد، بیشتر بنگاه‌ها از تأمین مالی غیررسمی استفاده می‌کنند تا منابع بانکی، چراکه تأمین مالی از طریق بانک تنها در نرخ‌های بالای رشد امکانپذیر است.^۴

براساس بررسی‌های صورت گرفته، هیچ مطالعه نظام‌مند بین کشوری در مورد تأمین مالی بنگاه‌های نوپا و جدید وجود ندارد. مطالعه ما در تلاش است از طریق بررسی یک پایگاه داده در سطح بنگاهی که متشکل از ۱۷۰ پیمایش بنگاه‌های بانک جهانی است، خلأ مطالعاتی موجود را پر کند. این پایگاه داده شامل ۷۰,۰۰۰ بنگاه عمدتاً بنگاه کوچک و متوسط در بین ۱۷۰ کشور درحال توسعه و توسعه‌یافته است، که شامل بسیاری از کشورهای کم‌درآمد می‌باشد. ما با استفاده از پایگاه داده مذکور، به این سؤال پاسخ می‌دهیم که مهمترین روش‌های تأمین مالی برای بنگاه‌های جدید در مقایسه با بنگاه‌های قدیمی کدامند. مضافاً اینکه با استفاده از تفاوت‌های زیاد بین کشوری در نمونه‌ها به آزمون اثر تفاوت در نهادها بر بنگاه‌های جدید و نوپا می‌پردازیم. به‌طور مشخص، مطالعه حاضر دو سؤال را هدفگذاری کرده است:

۱. چه رابطه‌ای بین عمر بنگاه و استفاده از تأمین مالی (بیرونی) وجود دارد؟

۲. تفاوت اثر محیط کسب‌وکار بر استفاده از تأمین مالی در بنگاه‌های نوپا در مقایسه با

بنگاه‌های رشدیافته چیست؟

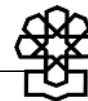
برای پاسخ به سؤال اول، رابطه بین عمر بنگاه و استفاده از روش‌های مختلف تأمین مالی را

1. Allen, Franklin, Rajesh Chakrabarti, Sankar De, Jun Qian, and Meijun Qian, "Financing Firms in India", World Bank Policy Research Working Paper, 2006, No. 3975.

2. Djankov, Simeon, Ira Lieberman, Joyita Mukherjee, and Tatiana Nenova, "Going Informal: Benefits and Costs", Mimeo, World Bank. 2002

3. Mehnaz, Safavia and Joshua Wimpey, "When Do Enterprises Prefer Informal Credit? World Bank Policy Research Working Paper, 2007, No. 4435

4. Ayyagari, Meghana, Asli Demirgüç-Kunt, and Vojislav Maksimovic, "Formal versus Informal Finance: Evidence from China", 2003, mimeo



مورد بررسی قرار می‌دهیم. این روش‌ها شامل تأمین مالی بانکی خارجی و داخلی، لیزینگ، اعتبار تجاری، کارت‌های اعتباری، خانواده و دوستان و وام‌دهندگان غیررسمی می‌شود. به‌طور مشخص (در این مطالعه) بر روی تأمین مالی رسمی در مقابل تأمین مالی غیررسمی در طول دوره فعالیت بنگاه‌ها با ثبات سایر ویژگی‌های بنگاه‌ها متمرکز می‌شویم.

برای بررسی سؤال دوم، به تعاملات بین خصوصیات نهادی در سطح ملی و عمر بنگاه می‌پردازیم. این تعاملات مشخص می‌کنند که آیا محیط نهادی^۱ آثار متفاوتی بر بنگاه‌های جدید و نوپا می‌گذارد. به‌طور مشخص بر دو عامل کیفیت نظام حقوقی (حاکمیت قانون) و دسترسی به اطلاعات اعتباری که در قراردادهای تأمین مالی رسمی مهم هستند، متمرکز می‌شویم. مطالعات قبلی نشان می‌دهند که سطح توسعه و محیط نهادی در یک کشور، آثار قابل ملاحظه‌ای بر نوع تأمین مالی بنگاه‌ها می‌گذارند.^۲ در این مطالعه ما به گسترش این تحقیقات و به تأثیر یا عدم تأثیر خصوصیات محیط نهادی بر بنگاه‌های نوپا در مقایسه با بنگاه‌های قدیمی می‌پردازیم.

در بدو امر مشخص نیست که آیا وجود یک محیط کسب‌وکار مطلوب برای بنگاه‌های نوپا نسبت به بنگاه‌های قدیمی مسئله بااهمیتی است. به‌عنوان مثال، میزان دسترسی و کیفیت اطلاعات اعتباری می‌تواند برای بنگاه‌های نوپا دارای اهمیت باشد، چراکه این اطلاعات موجب کاهش انتخاب معکوس و خطر اخلاقی که بیشتر در بنگاه‌های نوپا رخ می‌دهد، می‌شود. در عوض، از آنجایی که صاحبان بنگاه‌های نوپا ممکن است فاقد پیشینه موفق یا سابقه وام گرفتن و بازپرداخت آن باشند، لذا دسترسی به اطلاعات اعتباری خیلی نمی‌تواند برای آنها حائز اهمیت باشد. در مجموع، سؤال از درجه اهمیت جنبه‌هایی از محیط کسب‌وکار برای بنگاه‌های نوپا در مقایسه با بنگاه‌های قدیمی، سؤالی کاربردی است که داده‌های ما امکان پاسخگویی به آن را فراهم می‌کند.

تحقیق حاضر دارای دو نتیجه اساسی است. نخست آنکه در کشورهای مختلف، بنگاه‌های نوپا نسبت به بنگاه‌های قدیمی، بیشتر از تأمین مالی غیررسمی استفاده می‌کنند تا تأمین مالی رسمی منابع بانکی. نتیجه دوم که اهمیت بیشتری نیز دارد این است که محیط نهادی اهمیت نسبی خیلی زیادی برای بنگاه‌های نوپا دارد. بنابراین، کیفیت محیط نهادی و دسترسی به اطلاعات اعتباری، عدم مزیت‌های ناشی از عمر بنگاه را کاهش داده و موجب تنظیم شرایط محیطی می‌شوند. این نتایج نشان می‌دهند که مشکل عدم تقارن اطلاعات که موجب تحدید دسترسی به تأمین مالی بنگاه‌های نوپا می‌شود، به‌وسیله محیط نهادی مطلوب تا حدی قابل رفع می‌باشد. از آنجایی که امکان رفع «خطای انتخاب» در نتایج ما وجود ندارد (به بیان دیگر بنگاه‌هایی که به تأمین مالی رسمی دسترسی

1. Institutional Environment

2. Beck, Demirguc-Kunt, and Maksimovic, 2007, Brown, Chavis, Klapper 2008.

دارند، احتمالاً بیشتر عمر کنند) نتایج مربوط به اثرات متغیرها با خطای انتخاب همراه نبوده‌اند، چراکه اثرات مذکور نشان‌دهنده تفاوت اندک در استفاده از تأمین مالی بانکی در میان بنگاه‌های نوپا و قدیمی در بین کشورهای با حاکمیت بهتر قانون و اطلاعات اعتباری وسیع است. در این تحقیق، عمر بنگاه را به‌عنوان تقریب مناسبی از بنگاه‌های کارآفرین در نظر می‌گیریم. شومپیتر فردی را که به ابداع ترکیبات جدید بپردازد کارآفرین تلقی می‌کند. به‌طوری که این خصوصیت به مجرد راه‌اندازی کسب‌وکارش و مدیریت کردن آن منتفی می‌شود.^۱ بنابراین بنگاه‌های جدید با احتمال بیشتری روحیه کارآفرینانه‌ای که توسط شومپیتر اشاره شده است را حفظ می‌کنند. مواردی همچون بنگاه‌هایی که فرد یا خانواده‌ای سهام‌دار عمده آنها هستند، بنگاه‌هایی که توسط صاحب آنها مدیریت می‌شوند و بنگاهی که به‌عنوان مالکیت شخصی ثبت شده است (نسبت به مالکیت شرکتی یا مسئولیتی محدود) می‌توانند مصداق و نماینده کارآفرین باشند. حالت دیگر زمانی است که شخصی کسب‌وکاری را شروع می‌کند و به‌عنوان یک کارآفرین، عملاً آن کسب‌وکار را اداره می‌کند. در مطالعه حاضر، بنگاه‌های نوپا را که تغییرات نوآورانه‌ای در ساختار مالکیت و اشکال قانونی بنگاه صورت می‌دهند، به‌عنوان نماینده بنگاه‌های کارآفرین در نظر می‌گیریم.

ساختار مطالب باقیمانده از این مقاله بدین صورت است: بخش دوم به معرفی داده‌ها و آمار توصیفی می‌پردازد. بخش سوم نتایج رگرسیونی رابطه میان عمر بنگاه و استفاده از تأمین مالی را نشان می‌دهد. بخش چهارم بیان‌کننده اثر متفاوت محیط کسب‌وکار بر روش تأمین مالی در میان بنگاه‌های نوپا در مقایسه با بنگاه‌های قدیمی‌تر می‌باشد، بخش پنجم به آزمون‌های استحکام [مدل] و بخش ششم به نتیجه‌گیری می‌پردازد.

۱. داده‌ها و خلاصه آماری

بانک اطلاعاتی پیمایش‌های بنگاهی بانک جهانی (WBES) شامل بنگاه‌ها در بخش‌های مختلف (تولیدات کارخانه‌ای، خدمات، کشاورزی و ساخت‌وساز) است. این بانک اطلاعاتی دربرگیرنده اطلاعات کمی و کیفی درخصوص ویژگی‌های بنگاه، منابع تأمین مالی، موانع رشد، دسترسی به خدمات زیرساختی، مشکلات قانونی و فساد می‌باشد. این بانک اطلاعاتی همچنین شامل ابزارهای سنجش عملکرد بنگاه‌ها همچون داده‌های سالیانه اشتغال و فروش نیز می‌شود. این بانک اطلاعاتی بیش از ۷۰,۰۰۰ نمونه تصادفی بنگاهی که از میان ۱۷۰ پیمایش بین‌کشوری

1. Schumpeter, 1949.



در بین ۱۰۴ کشور جمع‌آوری شده است را دربر می‌گیرد. برخی از کشورها نیز شامل داده‌های سال‌های متوالی هستند. این بانک اطلاعاتی به‌صورت جهانی است که ما به‌صورت منطقه‌ای خلاصه کرده‌ایم: جنوب صحرای آفریقا، آسیای شرقی، آسیای جنوبی، اروپای شرقی و اروپای مرکزی، آمریکای لاتین، کارائیب، آسیای میانه و آفریقای شمالی.^۱ این بانک اطلاعاتی همچنین شامل چند کشور صنعتی نیز می‌باشد. نمودار ۱ نشان‌دهنده توزیع کشورهای و مشاهدات به تفکیک مناطق می‌باشد. وجه تمایز بین دو نمودار این است که پیمایش‌های مربوط به آفریقا، تعداد نسبتاً کمی از مشاهدات بنگاهی را شامل می‌شود و تعداد کشورهای پیمایش‌های چندساله دارند، اندک است. درحالی که پیمایش‌های آسیای شرقی نسبتاً تعداد بنگاه‌های بیشتر و پیمایش‌های چندساله بیشتری را دربر می‌گیرند. فهرست کامل کشورها و مشاهدات بنگاه‌ها در پیوست ۱ آمده است.

نمودار ۲، بخش الف، نشان‌دهنده توزیع بنگاه‌ها بین گروه‌های درآمدی است که منحصر به‌فرد بودن بانک اطلاعاتی این تحقیق را نشان می‌دهد. برخلاف مطالعات مشابه در حوزه تأمین مالی کارآفرینانه که بر [مطالعه] بنگاه‌ها در آمریکا یا سایر کشورهای توسعه‌یافته متمرکز می‌شوند، بنگاه‌ها در مطالعه حاضر با تمرکز بر کشورهای درحال توسعه، بین گروه‌های درآمدی توزیع شده‌اند که عمدتاً با موانعی در حوزه محیط کسب‌وکار مواجه هستند. بانک داده ما متشکل از ۳۸ کشور کم‌درآمد، ۳۷ کشور زیر متوسط درآمدی که تشکیل‌دهنده بیش از ۷۳ درصد مشاهدات هستند، می‌باشد. پیمایش‌ها در محدوده زمانی هفت ساله ۱۹۹۹ - ۲۰۰۸ صورت گرفته‌اند. در نمودار ۲، بخش ب، توزیع سال‌های عمر بنگاه صورت گرفته است. بخش عمده‌ای از مشاهدات در پنج سال گذشته جمع‌آوری شده است.

نمودار ۳، نشان‌دهنده توزیع بنگاه‌های مورد مطالعه از نظر بخش‌ها، نوع مالکیت و ستاده بازاری می‌باشد. انتظار ما این است که ویژگی‌های این بنگاه‌ها بر استفاده از تأمین مالی بیرونی نسبت به سایر بنگاه‌ها تأثیر داشته باشد. برخی از پیمایش‌ها، به‌طور مشخص بر شرکت‌های تولیدی متمرکز شده‌اند، به‌طوری که بخش زیادی از بنگاه‌ها در مطالعه ما، بنگاه‌های تولیدی می‌باشند (۶۰ درصد)، در عین حال بخش‌های خدمات (۳۰ درصد) و ساخت‌وساز (۶ درصد) نیز وجود دارند. از آنجایی که بخش‌های تولیدی بیشتر سرمایه‌بر هستند، منابع تأمین مالی کارآفرینی در این حوزه قاعدتاً با موانع عمده‌ای در دسترسی به اعتبارات مواجه خواهند بود. مضافاً اینکه، نتایج یافته‌ها نشان می‌دهد ۴ درصد بنگاه‌ها با مالکیت دولتی (عمدتاً در کشورهای کم‌درآمد) و ۵ درصد با مالکیت خارجی هستند. این دو نوع بنگاه‌ها ممکن است دسترسی ویژه‌ای به تأمین مالی

داشته باشند. در نهایت، تقریباً ۲۳ درصد از بنگاه‌ها در نمونه ما به‌عنوان صادرکننده شناخته شده‌اند که دسترسی بیشتری به مشتری خارجی و تأمین مالی بانکی دارند.

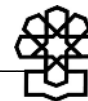
مسئله‌ای که در تحلیل ما حائز اهمیت است، تصادفی بودن نمونه‌های بنگاه‌های در داده‌های گزارش بنگاه‌های بانک جهانی می‌باشد. یک خطای قابل توجه در این مطالعه این است که پیمایش خیلی از کشورها دربرگیرنده بنگاه‌های جدید نیستند: ۷۹ درصد پیمایش‌ها، بنگاه‌هایی با عمر متوسط یک سال، ۸ درصد با عمر متوسط دو سال، ۴ درصد با عمر متوسط سه سال و ۹ درصد با عمر متوسط چهار سال هستند. بنابراین، جدول‌های خلاصه شامل تعداد کشورها و مشاهدات بنگاه‌ها از نظر عمر فعالیت می‌باشند. نمودار ۴ توزیع کل بنگاه‌ها را از نظر عمر نشان می‌دهد. یافته‌های ما نشان می‌دهد، بیش از ۸ درصد کل نمونه‌ها، عمر سه سال یا کمتر را دارند، این درحالی است که ۵۸ درصد کل بنگاه‌ها عمر ۱۲ سال یا کمتر را دارند. بیشترین تعداد مشاهدات مربوط به بنگاه‌هایی با عمر چهار سال است که شامل مشاهدات همه پیمایش‌های کشوری سالیانه است (صرفنظر از پیمایش‌های خاص بنگاه‌هایی با حداقل عمر).

۱-۱. تفاوت در استفاده از محصولات مالی

ابتدا به این مسئله می‌پردازیم که آیا بین عمر [بنگاه] و استفاده از اعتبار اسنادی بانکی یا تسهیلات مازاد ارتباطی وجود دارد. نمودار ۵ نشان می‌دهد که استفاده از اعتبار اسنادی با افزایش عمر بنگاه، افزایش می‌یابد، به طوری که تقریباً از ۲۰ درصد بنگاه‌های جدید به ۴۰ درصد بنگاه‌های با عمر ۶ سال (و بیشتر) افزایش می‌یابد. این مسئله فرضیه ما را مبنی بر وجود ارتباط میان عمر بنگاه و دسترسی به بانک و سایر منابع تأمین مالی رسمی، تقویت می‌کند.

در این مطالعه ما توزیع کامل منابع تأمین مالی برای سرمایه در گردش و سرمایه‌گذاری جدید را براساس عمر بنگاه‌ها در نظر گرفته‌ایم. جدول ۱ نشان‌دهنده درصد بنگاه‌هایی است که روش‌های مشخصی از تأمین مالی برای سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری جدید را استفاده می‌کنند. این جدول براساس منابع تأمین مالی تقسیم‌بندی شده و براساس عمر بنگاه و گروه‌های مختلف تأمین مالی تجمیع شده است. در سراسر این تحقیق ۴ گروه مشخص منابع تأمین مالی بیرونی شامل منابع غیررسمی و خانواده و دوستان (تأمین مالی غیررسمی)، تأمین مالی بانکی داخلی و خارجی (تأمین مالی بانکی)، «لیزینگ»، «اعتبار تجاری»^۱ و «اوراق جدید» شامل اوراق سهام، امتیاز رسمی و

۱. اعتبار تجاری به معنی خرید نسبه کالا یا خدمت است که دریافت کالا و پرداخت وجه آن با فاصله زمانی همراه است. (مترجم).



سایر منابع، مورد تأکید قرار گرفته است. جمع ستون‌ها لزوماً به ۱۰۰ درصد نمی‌رسد، زیرا برخی از بنگاه‌ها، بیش از یک منبع تأمین مالی دارند.

درصد بنگاه‌هایی که از سود انباشته استفاده می‌کنند دارای توزیع یکسان بین گروه‌های سنی بنگاه‌ها هستند. هیچ ارتباط روشنی بین عمر بنگاه و استفاده از اوراق جدید سهام و اعتبار تجاری وجود ندارد. البته، همانند دسترسی به یک خط اعتباری، تأمین مالی بانکی و لیزینگ به موازات رشد بنگاه، بیشتر مورد استفاده قرار می‌گیرند. رابطه بین عمر و استفاده از تأمین مالی غیررسمی منفی است. نه تنها با گذشت زمان گرایش به استفاده از تأمین مالی غیررسمی کاهش می‌یابد، بلکه یک کاهش قابل توجهی در استفاده از این روش‌های تأمین مالی در چهارسال نخست بعد از شروع کسب‌وکار دیده می‌شود. این مسئله درخصوص تأمین مالی از طریق دوستان و خانواده و منابع غیررسمی نیز صادق است.

جدول ۲، درصد کل تأمین مالی سرمایه در گردش (نمودار الف) و سرمایه‌گذاری جدید (نمودار ب) را براساس منبع تأمین مالی آن نشان می‌دهد (به دلیل خارج ساختن کارت‌های اعتباری از محاسبات، جمع ستون‌ها به ۱۰۰ درصد نمی‌رسد). منبع اولیه تأمین مالی سرمایه در گردش برای همه مقاطع عمر بنگاه سود انباشته می‌باشد. به بیان دیگر، بنگاه‌ها در ابعاد مختلف به‌طور متوسط بیش از نیمی از نیازهای مالی خود را از طریق وجوه مالی خود تأمین می‌کنند که سازگار با تئوری سلسله‌مراتبی ساختار سرمایه می‌باشد. البته، تکیه بر انواع مختلف تأمین مالی بیرونی نشان‌دهنده وجود رابطه یکنواخت با عمر (بنگاه) است: به‌عنوان مثال، بنگاه‌های قدیمی‌تر، درصد زیادی از تأمین مالی خود را از طریق بانک و لیزینگ انجام می‌دهند و کمتر به منابع غیررسمی روی می‌آورند. به موازات رشد بنگاه، وابستگی به تأمین مالی غیررسمی به سمت تأمین مالی رسمی انتقال می‌یابد. اعتبار تجاری نیز از منابع مهم تأمین مالی سرمایه در گردش برای همه بنگاه‌ها محسوب می‌شود و با افزایش طول عمر بنگاه به اهمیت آن افزوده می‌شود. بنگاه‌های نوپا نسبت به بنگاه‌های قدیمی انگیزه بیشتری نسبت به استفاده از اوراق سرمایه جدید دارند، در صورتی که بنگاه‌های قدیمی عمدتاً از منابع و وجوه صاحبان بنگاه استفاده می‌کنند.

در جدول ۳، درصد بنگاه‌هایی که از چهار گروه تأمین مالی استفاده می‌کنند به تفکیک عمر و گروه‌های درآمدی کشورها نشان داده شده‌اند. در بین گروه‌های درآمدی به استثنای کشورهای کم‌درآمد (که عموماً با نظام‌های مالی توسعه‌نیافته و در نتیجه دسترسی کمتر به تأمین مالی در همه گروه‌های سنی بنگاه‌ها همراه هستند)، بنگاه‌های جدید استفاده نسبتاً مشابهی از تأمین مالی بانکی می‌کنند. روش لیزینگ عمدتاً در کشورهای پردرآمد و بالاتر از متوسط درآمدی مورد استفاده قرار می‌گیرد. استفاده از اعتبار تجاری به‌نظر نمی‌رسد به‌صورت نظام‌مندی با درآمد و عمر [بنگاه] در

ارتباط باشد. اگرچه استفاده از تأمین مالی غیررسمی در کشورهای کم‌درآمد در بین همه گروه‌های سنی بنگاه‌ها، زیاد به نظر می‌رسد.

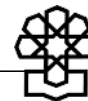
علاوه بر این، استفاده از تأمین مالی بانکی در هر چهار گروه درآمدی، با عمر بنگاه افزایش می‌یابد و عمدتاً زمانی که عمر بنگاه به ۱۳ سال می‌رسد، در مقایسه با بنگاه‌های جدید، (استفاده از تأمین مالی بانکی) دو برابر می‌شود، استفاده از تأمین مالی غیررسمی در همه گروه‌های درآمدی به تدریج با کاهش عمر، کاهش می‌یابد. نمودار «ب» بیان می‌کند که در نیازهای عملیاتی استفاده از تأمین مالی برمبنای دارایی در بین گروه‌های درآمدی نسبتاً سازگار است، با این استثنا که بسیاری از بنگاه‌های نوپا در کشورهای پردرآمد، به‌طور قابل توجهی از لیزینگ و اعتبار تجاری استفاده می‌کنند. این مسئله می‌تواند با بررسی اهمیت لیزینگ در بین بنگاه‌های جدید در کشورهایی که بازارهای مالی توسعه‌یافته‌ای دارند، توضیح داده شود.

۲-۱. سایر ویژگی‌های وام و بنگاه

جدول ۴، خلاصه نتایج آماری ویژگی‌های وام را نشان می‌دهد. در بین سال‌های عمر بنگاه اختلاف مشهودی بین استفاده از وثیقه در تأمین مالی، در رهن قرار دادن درصدی از وام، نرخ‌های بهره، به موازات میزان رشد بنگاه مشاهده نکردیم. البته بنگاه‌های جدید گرایش کمتری به استفاده از حساب‌های ممیزی دارند.

جدول ۵، خلاصه نتایج آماری متغیرهای استفاده شده در تصریح مدل اقتصادسنجی را نشان می‌دهد. نمودار الف، خلاصه آماری همه بنگاه‌ها را نشان می‌دهد (تعریف متغیرها در پیوست ۲ ارائه شده است). متوسط عمر بنگاه در نمونه‌های ما ۱۵ سال با حداکثر سن ۸۰ می‌باشد. ۲۷ درصد بنگاه‌ها، بنگاه «خرد» با کمتر از ۱۰ نیروی کار، ۳۹ درصد بنگاه کوچک با کمتر از ۵۰ نیروی کار، ۴۸ درصد شرکت‌ها و ۵۲ درصد نیز دارای حساب‌های ممیزی هستند. در نهایت ۴ درصد بنگاه‌ها با مالکیت دولتی و ۵ درصد با مالکیت خارجی هستند.

جدول ۵، بخش ب، خلاصه نتایج آماری را به تفکیک بنگاه‌های مساوی یا کمتر از ۵ سال عمر و بنگاه‌های بالاتر از پنج سال عمر را نشان می‌دهد. این آمار مقدماتی نشان‌دهنده تفاوت زیاد و معنادار بین بنگاه‌های نوپا و قدیمی می‌باشد.



۲. ارتباط بین عمر بنگاه و استفاده از تأمین مالی بیرونی

در این بخش به بررسی رابطه میان چهار گروه اصلی تأمین مالی و عمر بنگاه‌ها می‌پردازیم. بنگاه‌هایی که هیچ تأمین مالی بیرونی نداشته‌اند را حذف کرده‌ایم، به این دلیل که ما قادر به تشخیص این مسئله نبودیم که دلیل عدم استفاده از تأمین مالی بیرونی توسط این بنگاه‌ها، اختیاری بوده یا مانعی از طرف طلبکاران خارجی وجود داشته است. جدول ۶. نتایج رگرسیونی گروه‌های مختلف منابع تأمین مالی: تأمین مالی بانکی، لیزینگ، اعتبار تجاری و تأمین مالی غیررسمی را ارائه می‌دهد. در این جدول، چنانچه بنگاهی یکی از روش‌های مذکور را برای سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری جدید استفاده کرده باشد، متغیرهای وابسته عدد ۱ می‌گیرند و در غیر این صورت صفر خواهند بود. مضاف بر این، یک متغیر مجازی نیز که عدد ۱ در آن نشان‌دهنده استفاده بنگاه از خط اعتباری یا تسهیلات مازاد است، در مدل استفاده کرده‌ایم. در داده‌های ما، ۴۴ درصد بنگاه‌ها خط اعتباری دارند که در مقایسه با ۳۲ درصد بنگاه‌ها که از تأمین مالی بانکی استفاده می‌کنند، همبستگی بین استفاده از خط اعتباری و تأمین مالی بانکی تقریباً ۰/۵۰ با سطح اطمینان ۹۹ درصد است. تخمین مدل توسط مدل پروبیت^۱ با انحراف معیار، بوده که به تفکیک کشور و سال ارائه شده است (زیرا برخی از کشورها بیش از یک پیمایش داشته‌اند).

رگرسیون‌ها، تعدادی از ویژگی‌های بنگاهی همچون متغیرهای مجازی که نشان‌دهنده بنگاه‌های خرد و کوچک (بنگاه‌های متوسط و بزرگ از دسته‌بندی حذف شده‌اند)، صادرکنندگان، بنگاه‌های دارای حساب‌های ممیزی، ساختار حقوقی (شرکتی در برابر مسئولیت محدود و سایر اشکال) و مالکیت دولتی و خارجی باشند را کنترل می‌کنند. ما همچنین متغیرهای مجازی را برای اثرات بخش‌ها (تولیدات کارخانه‌ای، خدمات و ساخت‌وساز)، اثرات ثابت در سطح کشوری و سال پیمایش در نظر گرفته‌ایم. متغیر کلیدی مورد توجه در این مطالعه، لگاریتم عمر بنگاه است.

نتایج این بخش، مشابه نتایج تک‌متغیره قبلی است: استفاده از تأمین مالی بانکی به تدریج با افزایش عمر بنگاه، افزایش می‌یابد، درحالی که استفاده از تأمین مالی غیررسمی با افزایش عمر بنگاه، کاهش می‌یابد. رفتار حاکم بر استفاده از خط اعتباری مشابه استفاده از تأمین مالی بانکی است. الگوی معناداری برای تأمین مالی از طریق لیزینگ نیافتیم، درحالی که استفاده از اعتبار تجاری اندکی با عمر بنگاه (و مدت ارتباطات احتمالی تولیدکننده) رابطه مثبت دارد. رگرسیون چند متغیره نشان می‌دهد که این الگوها با استفاده از ترکیبات مختلف بنگاه‌ها میان کشورها و یا تفاوت در ویژگی‌های خاص کشوری (که از متغیرهای کنترل در سطح بنگاه و متغیرهای مجازی کشوری به دست آمده‌اند) مشتق نشده‌اند.

۱. مدل پروبیت (probit) یکی از مدل‌های احتمالی در تخمین است که معمولاً از تابع حداکثر راست‌نمایی استفاده می‌کند (مترجم).

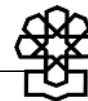
به‌منظور تبیین بیشتر این نتایج، رگرسیون‌های مشابهی را تکرار کردیم، با این تفاوت که این بار متغیرهای مجازی را برای عمر بنگاه در سطوح سنی مختلف بین ۱ تا ۱۵ سال در نظر گرفته‌ایم. به بیان دیگر، لگاریتم عمر را با ۱۵ متغیر مجازی عمر جایگزین کردیم، البته با همان مجموعه متغیرهای کنترلی در سطح بنگاه و متغیرهای مجازی بخش، کشور و سال. این نتایج در نمودار ۶ نشان داده شده است. این نمودارها نشان می‌دهند که ضرایب مربوط به تأمین مالی بانکی به‌تدریج با افزایش عمر بنگاه، افزایش می‌یابد و تأمین مالی غیررسمی کاهش می‌یابد. نتایج مربوط به لیزینگ (که نشان داده نشده است) و اعتبار تجاری الگوی قوی را نشان نمی‌دهند، به‌طوری که سازگار با نتایج اولیه این تحقیق است. ما همچنین متغیری را به‌عنوان شاخصی برای وضعیت حقوقی بنگاه وارد مدل کرده‌ایم. بنگاه‌هایی که در دسته مالکیت واحد قرار می‌گیرند، با احتمال زیادی توسط کارآفرین بنگاه اداره می‌شوند. بنابراین، از شاخص مالکیت واحد به‌عنوان جانشین و نماینده بنگاه‌های کارآفرین استفاده می‌کنیم. ما به نتایجی مشابه با آنچه برای عمر بنگاه به‌دست آورده‌ایم. رسیدیم: بنگاه‌های با مالکیت واحد کمتر تمایل دارند از تأمین مالی رسمی استفاده نمایند و بیشتر تمایل به استفاده از منابع غیررسمی دارند. جالب این است که بنگاه‌های با مالکیت واحد همچنین تمایل زیادی به استفاده از تأمین مالی لیزینگ و اعتبار تجاری ندارند (با سطح معناداری ۱۰ درصد). این نتایج، یافته‌های اصلی ما مبنی بر وجود محدودیت‌های تأمین مالی برای بنگاه‌های نوپا و کارآفرین و تکیه آنها بر منابع غیررسمی را تأیید می‌کند.

نتایج مربوط به عمر بنگاه، در حالت خارج ساختن متغیرهای مجازی مالکیت واحد و الگوی مشارکتی از مدل رگرسیونی، استحکام لازم را دارند.

۳. نقش محیط کسب‌وکار (در تأمین مالی بنگاه)

در این بخش به بررسی رابطه میان ویژگی‌های نهادی کشورها و عمر بنگاه با تمرکز بر عوامل نهادی چون حاکمیت قانون و دسترسی به اطلاعات اعتباری می‌پردازیم.

در ابتدای امر مشخص نیست که آیا محیط کسب‌وکار مناسب برای بنگاه‌های نوپا نسبت به بنگاه‌های قدیمی اهمیت کمتر یا بیشتری دارد. به‌عنوان مثال، کیفیت و دسترسی به اطلاعات اعتباری به دلیل اهمیت آن در کاهش انتخاب معکوس و خطرات اخلاقی که بیشتر در بنگاه‌های نوپا رخ می‌دهد، امکان دارد برای این بنگاه‌ها حائز اهمیت باشد. این مسئله بیشتر در کشورهای صادق است که زیرساخت‌های اطلاعات اعتباری بهتری دارند و بانک‌ها می‌توانند از فناوری پیچیده رتبه‌بندی اعتباری و همچنین ایجاد پیشینه اعتباری کارآفرینان استفاده کنند. همچنین این مسئله برای صاحبان بنگاه‌های جدید که از سابقه موفق و یا سابقه استقراض تجاری و بازپرداخت آنها برخوردار نیستند، می‌تواند مفید



باشد. متناوباً دادن وام به کارآفرینان جدید ممکن است بیشتر به اطلاعات و روابط «نرم» بستگی داشته باشد، درحالی که بنگاه‌های قدیمی‌تر از یک سابقه اعتباری تثبیت شده منتفع می‌شوند.

به‌طور مشابه، حاکمیت قانون برای بنگاه‌های قدیمی‌تر بیشتر اهمیت دارد، چراکه آنها تمایل دارند برای حل اختلافات و دعاوی بیشتر به نظام قانون رسمی متکی باشند. برای بنگاه‌های نوپا نیز به دلیل نداشتن جایگاه تثبیت شده ابزارهایی مثل اعتبار سرمایه‌ای و سایر ابزارهای تنفیذ قراردادهای اهمیت دارد. در مجموع، سؤال کاربردی که ما به دنبال پاسخ آن هستیم این است که آیا ویژگی خاصی از محیط کسب‌وکار اهمیت کمتر یا بیشتری برای بنگاه‌های نوپا نسبت به بنگاه‌های قدیمی‌تر دارد یا خیر.

جدول ۷، نتایج رگرسیون ما را نشان می‌دهد. با وارد کردن همه متغیرهای کنترل به غیر از متغیرهای مجازی، سایر اجزای مدل شبیه جدول ۶ می‌باشد. در عوض، عمر بنگاه را به‌عنوان شاخص محیط کسب‌وکار در سطح کشوری و تعامل بین عمر و شاخص‌های محیط کسب‌وکار را وارد کرده‌ایم. مضاف بر این، شش متغیر مجازی منطقه‌ای (آفریقا، آسیای جنوبی و سایر) و لگاریتم سرانه تولید ناخالص داخلی را برای رگرسیونی که فاقد اثرات ثابت کشوری است، وارد مدل کرده‌ایم. نمودارهای الف و ب، نتایج ما را درخصوص حاکمیت قانون و اطلاعات اعتباری نشان می‌دهند، به‌طور مشخص، سایر ضرایب (نشان داده نشده‌اند) شبیه به آنچه در جدول ۶ گزارش شده است، می‌باشد.

نتایج ما نشان می‌دهد که حاکمیت قانون و اطلاعات اعتباری اثر مثبت بر تأمین مالی بانکی و اثر منفی بر تأمین مالی غیررسمی دارد. این نتایج بیان می‌دارد در کشورهایی که حاکمیت قانون محوریت بیشتری دارد، بنگاه‌ها بیشتر تمایل دارند وارد قراردادهای اعتباری رسمی شوند و کمتر مجبورند به قراردادهای غیررسمی متوسل شوند. اطلاعات اعتباری به دلیل ایجاد امکان برای بانک‌ها جهت ارزیابی اعتبار وام‌گیرنده، استفاده از قراردادهای اعتباری رسمی را تأیید و پشتیبانی می‌کند.

تعامل بین حاکمیت قانون و عمر بنگاه در تأمین مالی بانکی و لیزینگ منفی است، اما برای سایر انواع تأمین مالی رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین در کشورهایی که حاکمیت قانون محدودیت بیشتری دارد نسبت به کشورهایی با عدم حاکمیت قانون بنگاه‌های نوپا نسبت به بنگاه‌های قدیمی، تمایل بیشتری به استفاده از اعتبارات بانکی و لیزینگ دارند. به بیان دیگر، در شرایطی که بنگاه‌های نوپا نسبت به بنگاه‌های قدیمی، در همه کشورها کمتر خواهان تأمین مالی بانکی و لیزینگ هستند، حتی در کشورهایی که ضعف حاکمیت قانون وجود دارد، این بنگاه‌ها تمایلی زیادی به استفاده از تأمین مالی بانکی ندارند. همان‌طور که قبلاً دیدیم، لیزینگ اغلب در کشورهای با ضعف حاکمیت قانون وجود ندارد.

به بیان دیگر نتایج می‌توانند بیان‌کننده اهمیت مسئله حاکمیت قانون برای بنگاه‌های نوپا باشند. این ممکن است به‌صورتی باشد که بنگاه‌های قدیمی‌تر بر مکانیسم‌های جایگزین از قبیل بهتر نمایان شدن، سابقه، شهرت و... تکیه کنند و برای به‌دست آوردن اعتبار، کمتر به حاکمیت قانون تکیه داشته باشند.

نتایج ما نشان می‌دهد حاکمیت قانون، اثر تعاملی معناداری بر تأمین مالی غیررسمی یا اعتبار تجاری نداشته است. در عوض، نتایج رگرسیونی نشان می‌دهد که بنگاه‌های نوپا بدون در نظر گرفتن محیط قانونی، از منابع تأمین مالی بانکی بیشتر و از تأمین مالی اعتباری تجاری کمتر استفاده می‌کنند. در نمودار ب، این روند را برای مسئله اطلاعات اعتباری به‌عنوان سنجش نهادی در سطح کشور تکرار کردیم. نتایج حاکی از آن است که اطلاعات اعتباری اثر مثبتی بر استفاده از تأمین مالی بانکی (هرچند غیرمعنادار در سطوح معمولی) و اثر مثبت و معنادار بر استفاده از لیزینگ دارد. این نتیجه برای اعتبار تجاری، منفی (غیرمعنادار) و برای تأمین مالی غیررسمی هم منفی است. بنابراین اطلاعات اعتباری استفاده از تأمین مالی بانکی و لیزینگ را پشتیبانی می‌کند و اتکای بنگاه‌ها را به تأمین مالی غیررسمی کاهش می‌دهد.

مهمتر از همه، تعامل بین اطلاعات اعتباری و عمر بنگاه درخصوص تأمین مالی بانکی معنادار و قابل توجه است. این تعامل بیان می‌کند که اطلاعات اعتباری برای دسترسی به تأمین مالی برای بنگاه‌های نوپا، حائز اهمیت است. این نتایج به‌دست آمده، دوباره در راستای این استدلال است که بنگاه‌های قدیمی‌تر، راه‌های دیگری برای نشان دادن جایگاه اعتباری‌شان دارند، درحالی که بنگاه‌های نوپا، بیشتر بر کیفیت و دسترسی به اطلاعات اعتباری از طریق دفاتر اعتباری دولتی یا خصوصی تکیه می‌کنند.

نکته جالب توجه اینکه، تعامل اطلاعات اعتباری با تأمین مالی غیررسمی نیز معنادار است و این مسئله بیان می‌دارد که بنگاه‌های نوپا و قدیمی در کشورهایی با اطلاعات اعتباری بهتر، نسبت به کشورهای با اطلاعات اعتباری نامطلوب از تأمین مالی غیررسمی بیشتر استفاده می‌کنند. این یک نتیجه شفاف است که نشان می‌دهد، تأمین مالی غیررسمی به‌عنوان بهترین جایگزین تأمین مالی رسمی در مرتبه دوم قرار دارد، وقتی بنگاه‌ها دسترسی بیشتری به تأمین مالی رسمی دارند، استفاده خود را از تأمین مالی غیررسمی قطع می‌کنند. اطلاعات اعتباری خوب نیز اثر متفاوتی بر استفاده از لیزینگ و اعتبار تجاری در بنگاه‌های نوپا ندارد. دلیل این مسئله، می‌تواند این باشد که این روش‌های تأمین مالی به اندازه تأمین مالی بانکی به اطلاعات اعتباری وابسته نیستند، روش لیزینگ در استفاده از اعتبار تجاری و دارایی معمولاً بر مبنای ارتباط بین مشتریان و عرضه‌کنندگان است.

همه نتایج به‌دست آمده نسبت به وارد کردن متغیرهای مجازی کشورها (و خارج کردن متغیرهای حاکمیت قانون و اطلاعات اعتباری) دارای استحکام هستند. ما همچنین عوامل اثرگذار دیگری چون حقوق بستانکاران، هزینه اجرای قرارداد و سرعت بازیابی بدهی را که بر محیط کسب‌وکار مؤثر هستند را مورد بررسی قرار داده‌ایم. نتایج این عوامل و شاخص‌ها دارای علامت‌های سازگار اما غیرمعنادار در سطوح معمولی هستند که البته در گزارش اشاره نشده‌اند.

به‌طور کلی، نتایج ما نشان می‌دهند که حاکمیت بهتر قانون و وجود زیرساخت‌های اطلاعات



اعتباری نسبتاً برای بنگاه‌های نوپا جهت افزایش استفاده آنها از تأمین مالی بانکی و کاهش استفاده از تأمین مالی غیررسمی اهمیت زیاد دارند.

۴. آزمون‌های استحکام

تا اینجا ما از متغیرهای وابسته دوتایی استفاده کرده‌ایم، به طوری که وقتی بنگاه از یکی از روش‌های تأمین مالی استفاده کند، این متغیر عدد یک و در غیر این صورت صفر می‌گیرد. البته، گزارش بنگاه‌های بانک جهانی (WBES) اطلاعات را به صورتی دسته‌بندی می‌کند که مشخص شود هر منبع تأمین مالی چه سهمی در سرمایه در گردش و چه سهمی در سرمایه‌گذاری جدید دارد. از این اطلاعات برای آزمون‌های بیشتر استفاده می‌کنیم. به بیان دیگر، متغیرهای وابسته‌ای را تعریف می‌کنیم که برابر با جمع کل نسبت‌های منابع تأمین مالی در سرمایه‌گذاری جدید باشند. این منابع عبارتند از: تأمین مالی بانکی (جمع درصد کل استفاده از تأمین مالی بانک‌های داخلی و خارجی در سرمایه‌گذاری جدید)؛ اعتبار تجاری؛ تأمین مالی غیررسمی (جمع تأمین مالی سرمایه‌گذاری جدید از منابع غیررسمی و خانواده و دوستان) به دلیل زیاد بودن مشاهدات خیلی کوچک (نزدیک به صفر)، امکان آزمون درصد کل تأمین مالی لیزینگ وجود ندارد. از آنجایی که متغیرهای وابسته محدود به ۰ تا ۱۰۰ درصد هستند ما رگرسیون‌ها را با مدل توبیت^۱ تخمین می‌زنیم.

نتایج مربوط به سرمایه‌گذاری جدید در جدول ۸ نمایش داده شده است. براساس نتایج به دست آمده، رابطه عمر بنگاه با درصد تأمین مالی بانکی مثبت و معنادار و با درصد تأمین مالی عملیاتی و غیررسمی منفی و معنادار است مضافاً اینکه، معناداری اقتصادی عمر (بنگاه) در سهم تأمین مالی بانکی نسبت به تأثیر آن بر تأمین مالی غیررسمی و عملیاتی بالاست، ثانیاً حاکمیت قانون با استفاده از تأمین مالی رسمی از بانک و وام‌دهندگان عملیاتی رابطه مثبت و معنادار و با اندازه تأمین مالی غیررسمی رابطه منفی و معنادار دارد. همانند قبل نتایج ما نشان داد که تعامل حاکمیت قانون و تأمین مالی بانکی منفی و معنادار است. به بیان دیگر، ما یافتیم که محیط قانونی ضعیف به صورت قابل توجهی شکاف‌هایی را در استفاده از تأمین مالی بانکی بین بنگاه‌های نوپا و قدیمی ایجاد می‌کند. البته رابطه بین تأمین مالی غیررسمی و عملیاتی غیرمعنادار است. همچنین ما نتایج مشابهی در خصوص درصد تأمین مالی سرمایه در گردش و تعامل آن با اطلاعات اعتباری (که نشان داده نشده است) یافتیم.

دوم آنکه، نتایج ما استحکام لازم را نسبت به استفاده از زیرنمونه‌هایی از کشورها و بنگاه‌ها

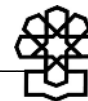
۱. مدل توبیت یک مدل آماری برای داده‌های تابلویی (پانل) است که برای توصیف رابطه بین یک متغیر وابسته غیرمنفی مانند: y_i و متغیرهای مستقل X_i ایجاد شده است (مترجم).

دارد. همان‌طور که قبلاً بحث شد، احتیاط مهم در خصوص پیمایش بنگاهی مرتبط با تحلیل ما، طراحی نمونه‌برداری است، چراکه در برخی کشورها، بنگاه‌های زیر ۲، ۳ یا ۴ سال حذف شده‌اند. بنابراین بنگاه‌های بسیار نوپا که بنگاه‌های کارآفرین را تشکیل می‌دهند به سادگی از نمونه‌گیری برخی کشورها حذف شده‌اند. برای از بین بردن احتمال اینکه این ویژگی نمونه‌برداری، نتایج ما را جهت‌دهی نکند، تمامی نتایج مذکور را با استفاده از پیمایش‌هایی (یا همان کشورهای) که حداقل یک سال عمر را برای بنگاه‌ها در نظر گرفته بودند، بازتولید کردیم. نتایج مبنایی گزارش شده در جدول ۶، حتی در این نمونه قوی‌تر هستند، حتی در صورتی که اندازه نمونه به میزان قابل توجهی کاهش یافته باشد (که در گزارش نیامده است). باز هم ما به این نتیجه رسیدیم که بنگاه‌های نوپا، علاقه کمتری به استفاده از یک خط اعتباری یا تأمین مالی بانکی و علاقه بیشتری به استفاده از منابع غیررسمی نشان می‌دهند.

نتایج به‌دست آمده استحکام مناسبی در مقابل خارج ساختن همه کشورهای در حال گذار (یعنی همه گزارش‌های محیط کسب‌وکار و عملکرد بنگاه‌ها (BEEP)) چراکه در این کشورها سابقه خصوصی‌سازی امکان دارد اثر منفی بر عمر بنگاه‌ها داشته باشد. به بیان دیگر، بنگاه‌هایی که خصوصی شده‌اند ممکن بود به‌عنوان بنگاه نوپا ظاهر بشوند. یا اینکه طوری تلقی شود که آنها اخیراً ثبت شده‌اند ولی در واقع آنها شرکت‌های قدیمی در ظاهر جدید هستند. نتایج در شرایط خارج کردن کشورهای پردرآمد از مطالعه و تمرکز بر کشورهای کم‌درآمد و زیر متوسط درآمد نیز استحکام لازم را دارد.

در یک رگرسیون جداگانه، نتایج را در خصوص بنگاه‌هایی که دارای چارچوب سازمانی واحد هستند دوباره باز تولید کردیم. این بنگاه‌ها با داشتن یک شریک داخلی یا خارجی برای تأمین مالی شامل نمونه‌های بنگاهی نمی‌شدند. دوباره نتایج محکمی را برای عمر [بنگاه] و متغیر مجازی مالکیت واحد به‌دست آوردیم.

در نهایت در جدول ۹ به بررسی نمونه‌های کوچک‌تر بنگاه‌هایی که دارای یک سهام‌دار بزرگ از افراد یا خانواده هستند می‌پردازیم. نتایج اصلی ما دارای استحکام هستند، مضافاً اینکه برای این نمونه بنگاهی ما می‌توانیم اثرات (۱) مدیر بودن هم‌زمان مالک بنگاه (۲) مالک اصلی بودن یک فرد مؤنث را مورد آزمون قرار دهیم. نتایج ما نشان می‌دهد که با کنترل سایر ویژگی‌های بنگاهی، مالک/مدیر تنها عامل معنادار در پیش‌بینی استفاده کمتر از یک خط اعتباری است. با این حال، نتایج ما نشان می‌دهد بنگاه‌های دارای مالک اصلی زن کمتر احتمال دارد که از منابع مالی بانکی استفاده کنند و بیشتر ممکن است از تأمین مالی غیررسمی استفاده کنند. به علاوه، همان‌طور که در ستون ۵ نشان داده شده، ارتباط عمر بنگاه و مالکیت مؤنث، منفی و معنادار است، که نشان می‌دهد مالکان مؤنث بنگاه‌های نوپا (نسبت به مالکان مذکر) به میزان قابل توجهی احتمال دارد که از منابع مالی غیررسمی استفاده کنند. در خصوص تحقیقات آینده ما تحلیل محتاطانه و دقیقی را داریم، به‌طوری



که این نتیجه هماهنگی و انطباق لازم را با نتایج سباروال و ترل^۱ (۲۰۰۸) دارد که بیان می‌دارد بازدهی مقیاس بنگاه‌های با مالکیت مؤنث نسبت به بنگاه‌های با مالکیت مذکر بیشتر است و دلیل وجود موانع برای تأمین مالی رسمی، بهینه نبودن اندازه بنگاه‌های با مالکیت زنان است.

نتیجه‌گیری

در این تحقیق به مطالعه نظام‌مند استفاده از منابع مختلف تأمین مالی برای بنگاه‌های نوپا و قدیمی پرداختیم. بدین منظور از بانک اطلاعاتی متشکل از ۱۷۰ پیمایش با ۷۰,۰۰۰ بنگاه که بیشتر آنها بنگاه کوچک و متوسط (SMEs) هستند، استفاده کرده‌ایم، این بانک اطلاعاتی در ۱۰۴ کشور درحال توسعه و توسعه‌یافته که شامل بسیاری از کشورهای کم‌درآمد می‌شود، صورت گرفته است. با استفاده از این بانک اطلاعاتی به بررسی تصمیمات مالی شرکت‌ها از قبیل: ارتباط بین عمر بنگاه و منابع تأمین مالی بیرونی و همچنین آثار متفاوت محیط کسب‌وکار بر دسترسی بر تأمین مالی بنگاه‌های نوپا در مقابل بنگاه‌های با سابقه پرداختیم.

همان‌طور که انتظار می‌رفت، در همه کشورها، بنگاه‌های نوپا تکیه کمتری بر تأمین مالی بانکی و تکیه بیشتری بر منابع غیررسمی دارند. بین لیزینگ و اعتبار تجاری رابطه کمتری وجود دارد.

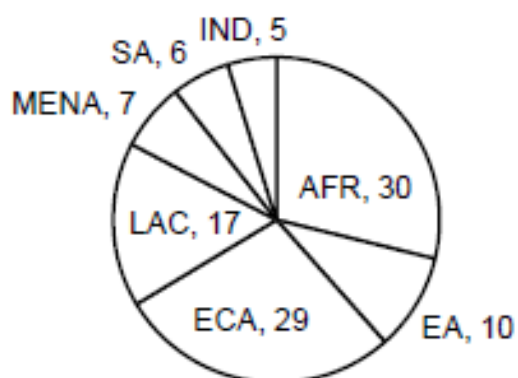
با انگیزه بیشتری به کشف اثر متقابل عمر بنگاه و محیط کسب‌وکار و اثر نسبی محیط کسب‌وکار بر منابع تأمین مالی ترکیبی بنگاه‌های نوپا پرداختیم. ما دریافتیم که بنگاه‌های نوپا در کشورهایی که حاکمیت بهتر قانون جاری است تمایل بیشتری به استفاده از تأمین مالی بانکی دارند. درحالی که به‌طور کلی در کشورها تمایل بنگاه‌های نوپا به تأمین مالی بانکی کم است و نیز در کشورهایی که ضعف حاکمیت قانون وجود دارد، دسترسی مناسبی به این منابع وجود ندارد.

به‌طور مشابه، نتایج به‌دست آمده نشان داد که اطلاعات اعتباری اثر متفاوت مثبتی را بر استفاده بنگاه‌های جوان از تأمین مالی بانکی دارد. این مسئله، اهمیت سابقه اعتبار فردی را برای کارآفرینی که فاقد سوابق کسب‌وکار است را نشان می‌دهد. به موازات این مسئله، نتایج ما نشان داد در کشورهای دارای اطلاعات اعتباری مناسب، استفاده از تأمین مالی غیررسمی توسط بنگاه‌های نوپا کاهش می‌یابد. با این تأکید که تأمین مالی غیررسمی به‌عنوان گزینه بهینه دوم تأمین مالی رسمی محسوب می‌شود. در مجموع، نتایج ما بیان می‌دارند که بهبود محیط قانونی و زیرساخت‌های اطلاعات اعتباری به‌صورت قابل توجهی برای ارتقای دسترسی بنگاه‌های نوپا به منابع مالی رسمی حائز اهمیت هستند.

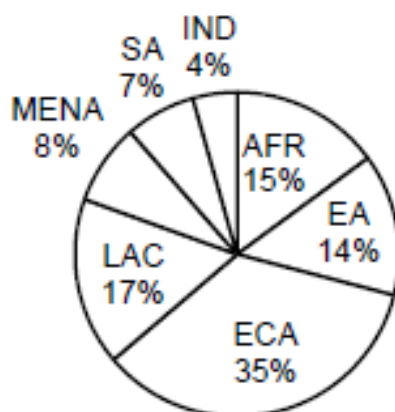
پیوست‌ها

نمودار ۱. توزیع منطقه‌ای کشورهای و مشاهدات بنگاهی پیمایش شده

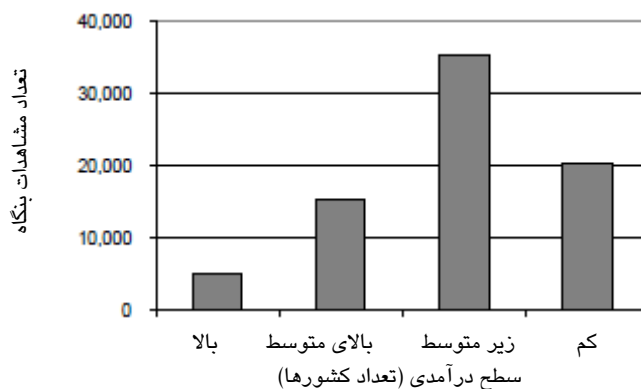
نمودار ۱. الف - توزیع کشورها

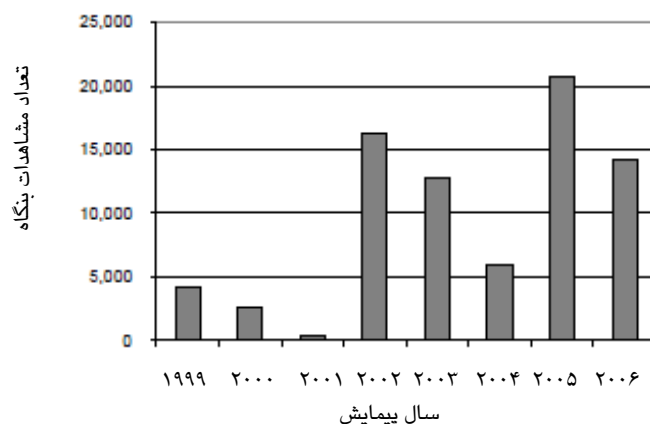
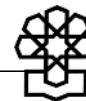


نمودار ۱. ب - توزیع مشاهدات

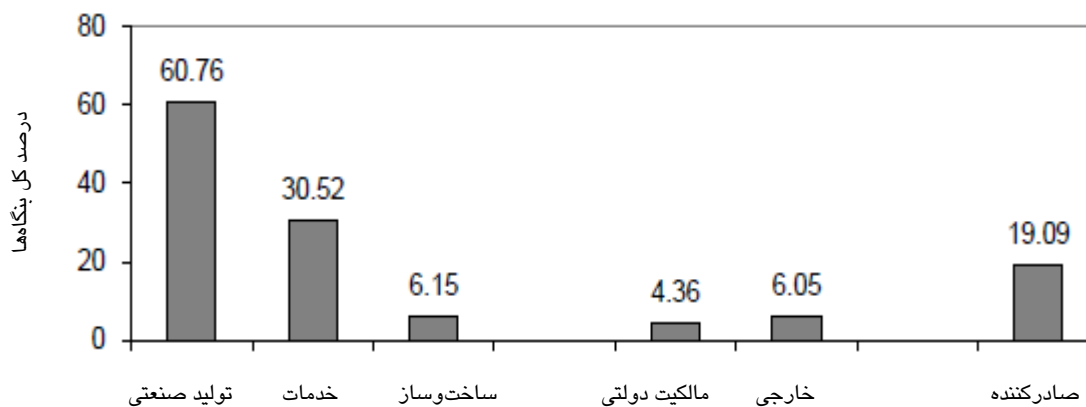


نمودار ۲. توزیع کل بنگاه‌ها براساس سال و سطح درآمدی کشوری

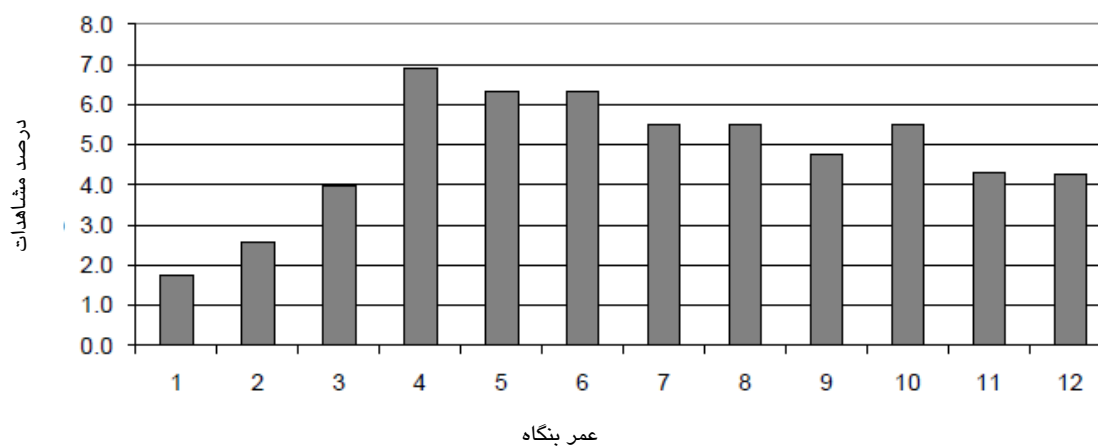




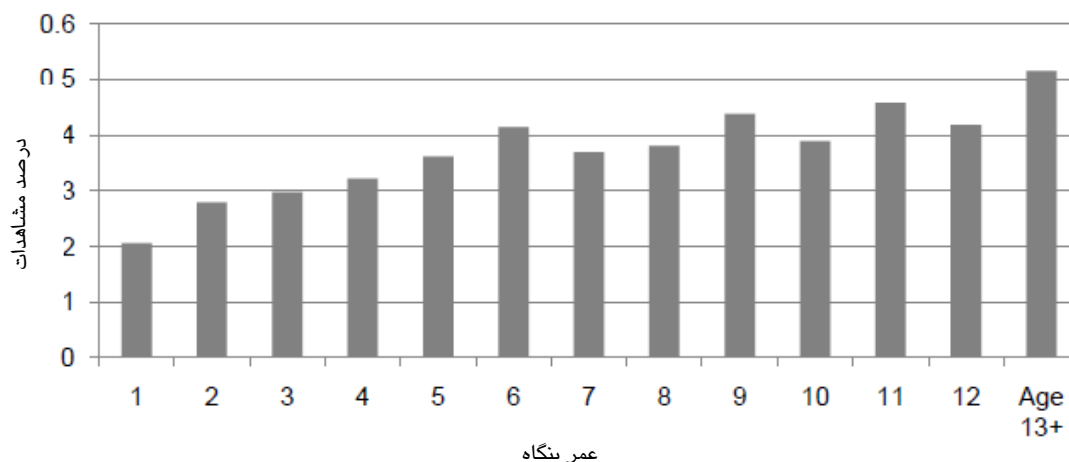
نمودار ۳. توزیع کل بنگاهها براساس بخش، مالکیت و تولید بازاری



نمودار ۴. توزیع کل مشاهدات بنگاهها، براساس عمر



نمودار ۵. دسترسی به خط اعتباری براساس عمر بنگاه



جدول ۱. الگوهای تأمین مالی (سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری جدید) براساس عمر بنگاه

جدول الف نشان‌دهنده درصد بنگاه‌هایی است که در سنین مختلف عمر بنگاه از چه نوع منابع تأمین مالی برای سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری جدید (درصد کل تأمین مالی گزارش شده بیشتر از صفر است) استفاده می‌کنند. همان‌طور که مشخص است بنگاه‌های جوان‌تر بیشتر از منابع غیررسمی و بنگاه‌های قدیمی‌تر از منابع بانکی و لیزینگ و اعتبار تجاری استفاده می‌کنند. جدول ب نشان‌دهنده درصد بنگاه‌هایی است که در گروه‌های تأمین مالی: «تأمین مالی بانکی» شامل بانک‌های داخلی و خارجی، «لیزینگ»، «اعتبار تجاری»، «تأمین غیررسمی»، که شامل منابع دوستان، خانواده و منابع غیررسمی می‌شود، و «اوراق جدید شامل سهام، پاداش‌ها و سایر منابع» قرار دارند.

جدول الف - براساس نوع تأمین مالی (درصد)

کل	+۱۳	۱۲-۱۱	۱۰-۹	۸-۷	۶-۵	۴-۳	۲-۱	
۸۳/۸	۸۲/۵	۸۵/۸	۸۵/۶	۸۵/۰	۸۳/۴	۸۵/۰	۸۴/۶	سود انباشته
۳۰/۱	۳۶/۹	۳۰/۸	۲۷/۰	۲۸/۰	۲۴/۹	۱۹/۸	۱۷/۲	بانک‌های داخلی
۳/۳	۳/۵	۲/۲	۵/۰	۴/۸	۲/۱	۲/۰	۱/۸	بانک‌های خارجی
۶/۶	۷/۲	۷/۵	۶/۹	۶/۴	۷/۱	۴/۷	۲/۶	لیزینگ
۲۶/۸	۲۸/۸	۲۶/۳	۲۹/۰	۲۱/۴	۲۶/۸	۲۲/۱	۲۶/۷	اعتبار تجاری*
۲/۱	۲/۴	۲/۵	۲/۲	۲/۰	۱/۸	۱/۵	۱/۲	کارت‌های اعتباری
۱۱/۸	۸/۷	۱۰/۴	۱۳/۶	۱۳/۰	۱۴/۰	۱۵/۱	۲۲/۱	خانواده و دوستان
۳/۹	۲/۵	۳/۰	۳/۴	۴/۲	۴/۴	۶/۸	۱۰/۳	منابع غیررسمی
۳/۲	۴/۱	۲/۷	۲/۷	۲/۷	۲/۷	۲/۴	۲/۷	پاداش‌ها
۹/۷	۹/۵	۱۰/۰	۱۰/۳	۱۰/۰	۹/۵	۱۰/۱	۹/۵	اوراق سهام
۷/۴	۸/۹	۵/۲	۶/۵	۶/۵	۸/۱	۵/۷	۴/۲	سایر

* اعتبار تجاری، یک نوع موافقت خریدار با فروشنده است که بین زمان خرید و زمان پرداخت وجه آن، فاصله زمانی ایجاد می‌شود.



جدول ب - براساس گروه تأمین مالی (درصد)

کل	+۱۳	۱۲-۱۱	۱۰-۹	۸-۷	۶-۵	۴-۳	۲-۱	
۳۱/۸	۳۸/۷	۳۲/۰	۳۱/۳	۲۹/۴	۲۶/۲	۲۰/۹	۱۸/۳	تأمین مالی بانکی
۶/۶	۷/۲	۷/۵	۶/۹	۶/۴	۷/۱	۴/۷	۲/۶	لیزینگ
۲۶/۸	۲۸/۸	۲۶/۳	۲۹/۰	۲۱/۴	۲۶/۸	۲۲/۱	۲۹/۷	اعتبار تجاری
۱۴/۳	۱۰/۴	۱۲/۲	۱۵/۶	۱۵/۳	۱۶/۴	۱۹/۸	۳۰/۹	تأمین مالی غیررسمی
۱۹/۰	۲۰/۹	۱۶/۸	۱۸/۳	۱۸/۰	۱۹/۱	۱۷/۱	۱۵/۳	اوراق جدید

جدول ۲. توزیع تأمین مالی بنگاه (درصد)، براساس عمر بنگاه‌ها

این جدول، درصد کل تأمین مالی سرمایه در گردش (جدول الف) و سرمایه‌گذاری جدید (جدول ب) بنگاه‌ها را براساس منابع مختلف نشان می‌دهد. تأمین مالی بانکی شامل بانک‌های داخلی و خارجی، «لیزینگ»، «اعتبار تجاری»، تأمین مالی غیررسمی که شامل منابع دوستان و خانواده و غیررسمی می‌شود و «اوراق جدید که شامل سهام، پاداش‌ها و سایر منابع می‌شوند. به دلیل حذف کارت‌های اعتباری مجموع ستون‌ها به ۱۰۰ درصد نمی‌رسد. همان‌طور که در جدول نشان داده شده است، به موازات افزایش عمر بنگاه، استفاده از تأمین مالی غیررسمی کاهش می‌یابد و سهم منابع رسمی (بانکی، لیزینگ و...) در هر دو نوع سرمایه در گردش و سرمایه‌گذاری جدید افزایش می‌یابد.

جدول الف - سرمایه در گردش (درصد)

کل	+۱۳	۱۲-۱۱	۱۰-۹	۸-۷	۶-۵	۴-۳	۲-۱	
۶۳/۰	۵۹/۶	۶۶/۲	۶۵/۲	۶۶/۹	۳۶/۹	۶۸/۰	۶۱/۴	درآمدهای داخلی
۱۲/۶	۱۵/۷	۱۱/۴	۱۱/۱	۱۱/۰	۹/۷	۸/۴	۸/۷	تأمین مالی بانکی
۰/۷	۰/۷	۰/۹	۰/۸	۰/۷	۰/۵	۰/۶	۰/۳	لیزینگ
۹/۸	۱۱/۰	۹/۰	۸/۸	۷/۶	۱۱/۱	۷/۱	۱۲/۳	اعتبار تجاری
۴/۵	۳/۲	۳/۹	۴/۸	۴/۷	۵/۸	۶/۶	۸/۲	تأمین مالی غیررسمی
۸/۹	۹/۰	۸/۰	۸/۸	۸/۷	۹/۴	۹/۰	۸/۶	اوراق جدید

جدول ب - سرمایه‌گذاری جدید (درصد)

کل	+۱۳	۱۲-۱۱	۱۰-۹	۸-۷	۶-۵	۴-۳	۲-۱	
۶۲/۴	۵۹/۲	۶۴/۰	۶۱/۷	۶۶/۲	۶۵/۰	۶۵/۶	۶۵/۸	درآمدهای داخلی
۱۵/۹	۱۹/۹	۱۷/۴	۱۶/۴	۱۳/۴	۱۱/۹	۹/۵	۹/۳	تأمین مالی بانکی
۲/۷	۳/۱	۳/۰	۲/۹	۲/۴	۲/۶	۲/۱	۱/۳	لیزینگ
۳/۳	۳/۴	۲/۹	۳/۶	۲/۷	۴/۵	۲/۸	۲/۸	اعتبار تجاری
۴/۵	۲/۸	۳/۴	۴/۴	۴/۴	۵/۳	۸/۷	۱۰/۱	تأمین مالی غیررسمی
۱۰/۳	۱۰/۸	۸/۳	۱۰/۳	۱۰/۳	۱۰/۰	۱۰/۴	۱۰/۲	اوراق جدید

جدول ۳. تجمیع الگوهای تأمین مالی، براساس سطح درآمد کشوری و عمر بنگاه

این جدول درصد بنگاه‌هایی را که برای سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری‌های جدید از منابع تأمین مالی استفاده می‌کنند، براساس سطوح درآمدی کشورها نشان می‌دهد. جدول الف درصد بنگاه‌های استفاده‌کننده از تأمین مالی بانکی، شامل بانک‌های داخلی و خارجی را نشان می‌دهد. جدول ب، درصد بنگاه‌های استفاده‌کننده از لیزینگ را نشان می‌دهد. جدول ج نشان‌دهنده اعتبار تجاری و جدول د نشان‌دهنده درصد بنگاه‌های استفاده‌کننده از تأمین مالی غیررسمی است. توضیح اینکه براساس جدول الف، هر چقدر سطح درآمد کشور بالا می‌رود، تقریباً استفاده از تأمین مالی بانکی افزایش می‌یابد که در سطح درآمدی مشخص نیز با افزایش عمر بنگاه، این روش سهم بیشتری پیدا می‌کند. تأمین مالی از طریق لیزینگ هم همین‌طور است. درخصوص تأمین مالی از طریق اعتبار تجاری (تفاوت در زمان خرید و پرداخت قیمت کالا) خیلی تفاوت بین کشورها محسوس نیست. ولی درخصوص تأمین مالی غیررسمی، تفاوت بین سطوح درآمدی کشورها کاملاً مشهود است به طوری که در کشورهای کم‌درآمد به دلیل ضعف اطلاعات اعتباری و حاکمیت قانون، تأمین مالی غیررسمی خیلی بیشتر از کشورهای ثروتمند با اطلاعات اعتباری بالاست.

جدول الف - تأمین مالی بانکی (درصد)

۱۳+	۱۱-۱۲	۹-۱۰	۷-۸	۵-۶	۳-۴	۱-۲	
۴۵/۳	۴۴/۷	۳۸/۳	۴۰/۶	۳۲/۷	۳۱/۷	۲۰/۰	بالا
۳۸/۹	۳۳/۱	۳۱/۷	۳۰/۹	۲۷/۷	۲۲/۷	۲۴/۵	بالتر از متوسط
۴۰/۱	۳۳/۰	۳۳/۰	۲۸/۸	۲۵/۲	۲۰/۰	۲۱/۳	پایین‌تر از متوسط
۳۲/۱	۲۴/۸	۲۵/۴	۲۶/۳	۲۵/۲	۲۰/۱	۱۴/۷	کم

جدول ب - لیزینگ (درصد)

۱۳+	۱۱-۱۲	۹-۱۰	۷-۸	۵-۶	۳-۴	۱-۲	
۲۱/۳	۲۲/۴	۱۸/۸	۱۶/۰	۱۲/۹	۱۲/۰	۱۰/۰	بالا
۱۰/۴	۱۵/۰	۱۶/۰	۱۴/۳	۱۴/۰	۱۴/۴	۷/۱	بالتر از متوسط
۵/۰	۴/۲	۳/۳	۳/۸	۳/۲	۳/۰	۳/۳	پایین‌تر از متوسط
۱/۵	۱/۴	۱/۸	۱/۹	۷/۵	۱/۹	۰/۹	کم



جدول ج - اعتبار تجاری (درصد)

	۲-۱	۳-۴	۵-۶	۷-۸	۹-۱۰	۱۱-۱۲	+۱۳
بالا	۴۰/۰	۱۳/۶	۱۸/۰	۲۳/۳	۲۳/۷	۲۱/۱	۲۵/۶
بالتر از متوسط	۲۷/۰	۲۶/۱	۲۴/۰	۲۲/۷	۲۵/۰	۲۳/۶	۲۶/۶
پایین تر از متوسط	۲۸/۹	۱۷/۰	۲۸/۱	۱۷/۶	۲۹/۱	۲۴/۰	۲۸/۰
کم	۳۰/۷	۲۸/۶	۲۸/۴	۲۷/۴	۲۴/۱	۳۶/۴	۳۴/۸

جدول د - تأمین مالی غیررسمی (درصد)

	۲-۱	۳-۴	۵-۶	۷-۸	۹-۱۰	۱۱-۱۲	+۱۳
بالا	۶/۷	۹/۷	۱۰/۰	۹/۴	۸/۱	۹/۸	۵/۹
بالتر از متوسط	۲۳/۴	۲۰/۷	۱۶/۸	۱۴/۸	۱۳/۱	۱۲/۲	۱۰/۵
پایین تر از متوسط	۲۳/۳	۲۰/۷	۱۶/۶	۱۴/۰	۱۷/۶	۱۱/۰	۱۱/۴
کم	۳۸/۵	۱۹/۳	۱۷/۳	۲۰/۰	۱۶/۱	۱۵/۶	۱۰/۰

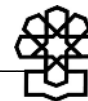
جدول ۴. خلاصه آمارهای ویژگی‌های وام، براساس عمر بنگاه (درصد)

	۲-۱	۳-۴	۵-۶	۷-۸	۹-۱۰	۱۱-۱۲	+۱۳	Total
وامی که نیازمند وثیقه است (بله = ۱ خیر = ۰)	۷۶/۲	۷۶/۷	۷۸/۳	۷۳/۴	۸۰/۶	۸۰/۰	۷۵/۰	۷۶/۴
درصد وثیقه نسبت به ارزش وام	۱۲۹/۰	۱۳۱/۷	۱۹۲/۹	۱۳۰/۳	۱۳۰/۵	۱۳۷/۸	۱۳۷/۵	۱۴۱/۴
نرخ بهره	۱۳/۴	۱۳/۹	۱۴/۵	۱۳/۲	۱۴/۴	۱۴/۱	۱۲/۷	۱۳/۴
دوره وام (ماه)	۳۴/۷	۳۳/۲	۳۲/۲	۳۵/۲	۳۱/۵	۳۲/۳	۳۶/۲	۳۴/۵
برخورداری از حساب‌های ممیزی	۴۲/۲	۳۷/۱	۴۳/۴	۵۱/۷	۵۳/۵	۵۰/۱	۶۱/۱	۵۲/۶

جدول ۵. خلاصه آماری و درصد بنگاه‌ها براساس گروه

توضیح کامل متغیرها در پیوست ۲ آمده است. جدول الف خلاصه وضعیت آماری همه بنگاه‌ها را براساس وضعیت منابع تأمین مالی نشان می‌دهد. جدول ب خلاصه آماری همه بنگاه‌هایی را که مساوی یا کمتر از ۵ سال عمر دارند بیش از ۵ سال عمر دارند را نشان می‌دهد. ستون آخر، آماره t را برای اختلاف‌های میانگین نشان می‌دهد. ستاره‌های *، **، *** به ترتیب نشان‌دهنده معناداری در ۱۰، ۵ و ۱ درصد است.

جدول الف - همه بنگاه‌ها ۶۸,۴۱۹ مشاهده		جدول ب - آیا از منابع بیرونی تأمین مالی می‌کنید؟ (میانگین)		
میانگین	انحراف معیار	عمر بنگاه ≥ 5	عمر بنگاه < 5	
۱۵/۹	۱۵/۳	۳/۶	۱۹/۴	عمر بنگاه
درصد بنگاه‌ها در هر گروه (درصد)				
۲۷	۴۵	۴۴	۲۳	خرد
۳۹	۴۹	۳۵	۴۰	کوچک
۳۴	۴۷	۲۱	۳۷	متوسط، بزرگ
۲۷	۴۴	۳۸	۲۴	مالکیت واحد
۱۵	۳۶	۱۶	۱۵	مشارکت
۳۲	۴۷	۳۲	۳۲	مدیر مالک
۲۳	۴۲	۱۶	۲۵	صادرکننده
۵۲	۵۰	۳۹	۵۵	دارای ممیزی
۵	۲۳	۴	۶	مالکیت خارجی
۴	۱۹	۱	۴	مالکیت دولتی
۲۵	۴۳	۳۶	۲۲	کم درآمد
۴۶	۵۰	۴۴	۴۶	درآمد متوسط
۲۲	۴۱	۱۵	۲۴	درآمد بالای متوسط
۷	۲۶	۵	۸	درآمد بالا
۵۸	۴۹	۴۳	۶۲	تولیدات کارخانه‌ای
۳۲	۴۷	۴۴	۲۹	خدمات
۲	۱۳	۳	۱	کشاورزی - صنعت
۷	۲۵	۸	۶	ساخت و ساز
۱۶	۳۷	۲۲	۱۵	آفریقا
۱۳	۳۳	۱۳	۱۲	آسیای شرقی
۳۸	۴۸	۴۵	۳۶	اروپای شرقی و آسیای مرکزی
۱۷	۳۸	۱۱	۱۹	آمریکای لاتین و کارائیب
۷	۲۶	۴	۸	خاورمیانه و شمال آفریقا
۴	۱۹	۳	۴	آفریقای جنوبی
۵	۲۱	۳	۵	کشورهای صنعتی



جدول ۶. آیا رابطه‌ای بین منابع تأمین مالی و عمر بنگاه وجود دارد؟

جدول ۶ تخمین‌های مدل پروبیت را^۱ با آثار ثابت کشوری نشان می‌دهد، متغیر وابسته در ستون اول، یک متغیر مجازی^۲ است که چنانچه بنگاه مورد نظر از یک خط اعتباری یا امکان اضافه برداشت استفاده کند؛ ستون دوم متغیر مجازی است که برابر با یک است، در صورتی که بنگاه از تأمین مالی بانک داخلی یا خارجی (تأمین مالی بانکی) استفاده کند این متغیر عدد یک می‌گیرد. ستون دوم نیز به همین صورت، عدد یک متناظر با بنگاه استفاده‌کننده از لیزینگ و در ستون چهارم در صورتی که بنگاه از اعتبار تجاری استفاده کند عدد یک و همین‌طور متغیر مجازی ستون پنجم در صورت استفاده از تأمین مالی غیررسمی عدد یک را می‌گیرد بنگاه‌هایی که از هیچ یک از منابع بیرونی تأمین مالی استفاده نکرده باشند از داده‌ها خارج شده‌اند (سود انباشته ۱۰۰ درصد می‌باشد) همه متغیرها در پیوست ۲ تعریف شده‌اند. همه رگرسیون‌ها شامل اثرات ثابت بخشی (تولیدات کارخانه‌ای، خدمات و ساختمان و... اثرات ثابت کشوری و اثرات ثابت سال پیمایش می‌باشد، انحراف معیارها براساس کشور و سال دسته‌بندی شده‌اند. ستاره‌های *، ** و *** به ترتیب معناداری ۱۰، ۵ و ۱ درصد را نشان می‌دهند.

ضرایبی که منفی هستند، سطر و ستون متناظر با آنها (مثلاً خرد بودن بنگاه و استفاده از خط اعتباری) رابطه منفی با هم دارند و در صورتی که عدد مثبت را نشان دهد، این رابطه مثبت است و میزان این ضرایب نیز شدت تأثیر را نشان می‌دهد. به‌طور مثال سطر مربوط به بنگاه‌هایی که «صادرکننده» هستند رابطه این خصوصیت با انواع تأمین مالی به غیر از منابع غیررسمی مثبت است. رابطه بین عمر بنگاه با استفاده از روش‌های تأمین مالی نیز به همین صورت تفسیر می‌شود.

۱. مدل پروبیت یکی از مدل‌های احتمالی در تخمین رگرسیونی است که معمولاً از تابع حداکثر راست‌نمایی استفاده می‌کند (مترجم).
۲. متغیر مجازی (دامی)، یک متغیر ۰ و ۱ است که وقتی بخواهیم یک اثر خاصی از متغیر را حذف یا وارد مدل کنیم که بر نتایج مدل اثرگذار باشد از این متغیر استفاده می‌کنیم (مترجم).

خط اعتباری (۱)	تأمین مالی و بانکی (۲)	لیزینگ (۳)	اعتبار تجاری (۴)	تأمین مالی غیررسمی (۵)	
۰/۰۳۹ ***./...	۰/۰۳۹ **./۰۱۱	-۰/۰۰۱ ۰/۶۷۱	۰/۰۱۷ *./۰۸۲	-۰/۰۵۳ ***./...	لگاریتم عمر بنگاه
-۰/۲۵۷ ****./...	-۰/۲۲۱ ***./...	-۰/۰۴۹ ***./...	-۰/۰۷۳	۰/۱۴۹ ***./...	خرد
-۰/۱۷۲ ***./...	-۰/۱۴۷ ۰/۰۰۰	-۰/۰۲۵ ***./...	-۰/۰۰۲ ۰/۹۴۵	۰/۰۵۴ **./۰۱۲	کوچک
-۰/۰۴۷ ۰/۲۵۲	-۰/۰۷۶ ۰/۰۰۰	-۰/۰۱۸ **./۰۱۵	-۰/۰۳۹ *./۰۸۳	۰/۰۷۲ ***./...	مالکیت واحد
-۰/۰۷۷ ۰/۰۰۳	-۰/۰۲۴ ۰/۴۱۲	-۰/۰۰۱ ۰/۸۸۸	۰/۴۹۸ -۰/۰۱۴	۰/۰۲۱ ۰/۱۱۹	مشارکتی
۰/۰۳۴ ۰/۲۱۲	-۰/۰۱۰ ۰/۶۸۶	-۰/۰۰۴ ۰/۴۵۲	۰/۵۴۲ ۰/۰۱۵	-۰/۰۳۰ ۰/۲۷۸	سایر اشکال حقوقی
۰/۰۴۴ ۰/۰۰۱	۰/۰۳۱ *./۰۵۹	۰/۰۰۵ ۰/۲۶۴	۰/۶۳۴ -۰/۰۰۳	-۰/۰۱۸ ۰/۱۷۸	صادرکننده
۰/۰۸۸ ۰/۰۰۰	۰/۰۴۶ **./۰۴۰	۰/۰۰۹ *./۰۹۶	۰/۸۵۱ ۰/۰۶۳	-۰/۰۲۳ *./۰۹۱	ممیزی
-۰/۰۰۸ ۰/۸۲۳	۰/۰۳۹ ۰/۵۵۳	-۰/۰۱۲ **./۰۴۹	۰/۵۱۳ -۰/۰۰۷	-۰/۱۴۰ ***./...	مالکیت خارجی
-۰/۰۲۷ ۰/۶۵۵	-۰/۱۷۹ ***./...	-۰/۰۳۷ ***./...	-۰/۰۰۷ ۰/۷۸۹	-۰/۱۰۰ ***./...	مالکیت دولتی
۳۷/۴۳۴ ۰/۲۸	۳۷/۰۸۳ ۰/۱۹	۲۷/۴۸۵ ۰/۲۱	۳۷/۰۴۹ ۰/۲۰	۳۷/۰۶۱ ۰/۱۴	مشاهدات ضریب تعیین R ²

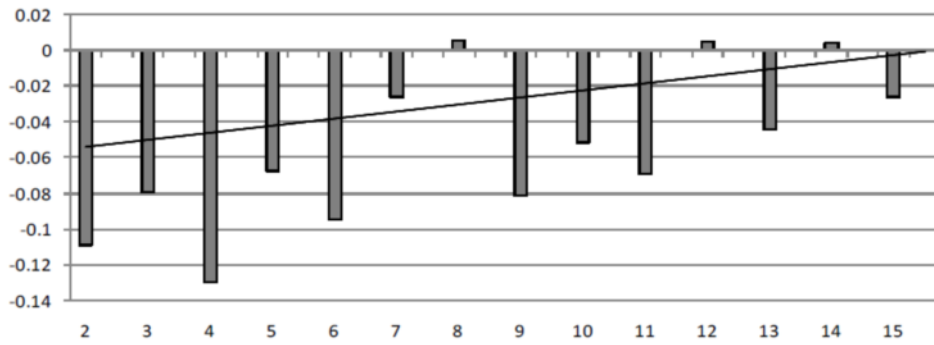
نمودار ۶. ضرایب ارتباط بین منابع تأمین مالی و عمر بنگاه

نمودار ۶ ضرایب مدل پروبیت را با اثرات ثابت کشوری، بنگاهی و صنعتی و سال متغیرهای مجازی که در جدول ۶، آمده بود را نشان می‌دهد. هر نمودار نشان‌دهنده ضرایب مربوط به سال متغیرهای مجازی ۱ تا ۱۵ می‌باشد.

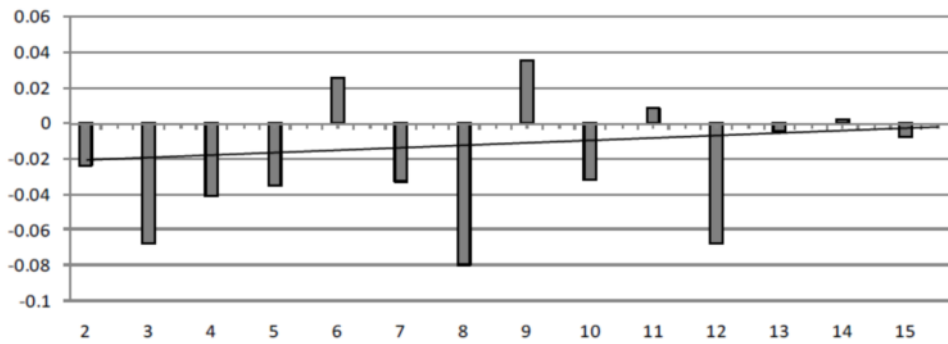
این نمودار نشان می‌دهد که ضرایب بین عمر بنگاه و استفاده از تأمین مالی بانکی با افزایش عمر بنگاه (از ۱ تا ۱۵ سال) افزایش می‌یابد، یعنی هر چقدر عمر بنگاه بالاتر می‌رود، اثر استفاده از تأمین مالی بانکی افزایش می‌یابد.



نمودار الف - تأمین مالی بانکی

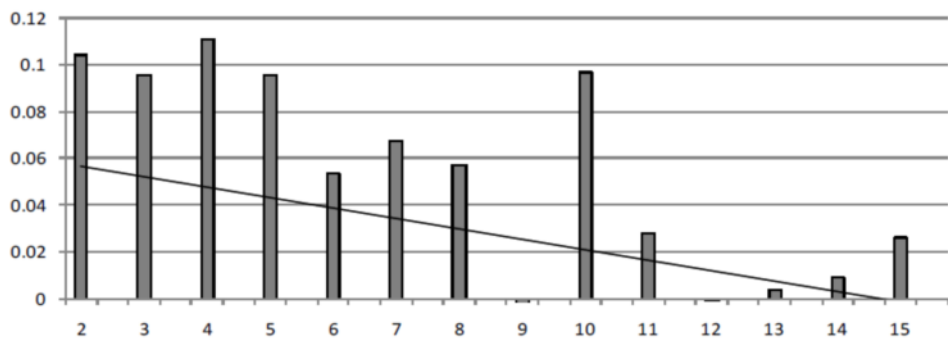


نمودار ب - اعتبار تجاری*



* در خصوص نتیجه مربوط به رابطه عمر بنگاه و ضریب اعتبار تجاری خیلی رابطه قوی مشهود نیست.

نمودار ج - تأمین مالی غیررسمی*



* همان‌طور که در شکل مشخص است با افزایش عمر بنگاه به تدریج ضریب مربوط به رابطه تأمین مالی غیررسمی با عمر بنگاه کاهش می‌یابد و اثرپذیری کمتر می‌شود. لذا تأمین مالی غیررسمی عمدتاً در سنین اولیه عمر بنگاه اثرگذار است.

جدول ۷. اثر محیط کسب و کار بر رابطه بین منابع تأمین مالی و عمر بنگاه

جدول ۷ گزارش تخمین‌های مدل پروبیت می‌باشد. در جدول الف تعامل منابع تأمین مالی با حاکمیت قانون و در جدول ب با اطلاعات اعتباری مد نظر بوده است. بنگاه‌هایی که از هیچ یک از منابع بیرونی مالی استفاده نکرده بودند (یعنی سود انباشته ۱۰۰ درصد بوده است) حذف شده‌اند. در جداول الف و ب (جدول ۷)، رابطه بین دو شاخص حاکمیت قانون و اطلاعات اعتباری (براساس روش‌های مختلف تأمین مالی) با متغیرهای مختلفی چون لگاریتم عمر بنگاه، حاکمیت قانون و... نشان داده شده است. اعداد نمایش داده شده، ضرایب تخمین زده شده در مدل هستند. همه متغیرها دارای متغیرهای مجازی سطح بنگاه هستند: خرد، کوچک، صادرکننده، مشارکتی، ممیزی، مالکیت خارجی و مالکیت دولتی. همه متغیرها شامل اثرات ثابت بخشی در سطح بنگاه (تولیدات کارخانه‌ای، خدمات و ساختمان) و اثرات ثابت سال پیمایش می‌شوند. رگرسیون‌های بدون آثار ثابت کشوری شامل آثار ثابت کشوری منطقه‌ای و لگاریتم GDP سرانه هستند. انحراف معیارها براساس کشور و سال دسته‌بندی شده‌اند. ستاره‌های *، **، *** به ترتیب نشان‌دهنده معناداری ۱۰، ۵۲ و ۱ درصد می‌باشند.

جدول الف - حاکمیت قانون

۶	۵	۴	۳	۲	۱	
لیزینگ			تأمین مالی بانک			
-۰/۰۰۱ (۰/۸۰۷)	-۰/۰۰۱ (۰/۷۱۰)	-۰/۰۰۲ (۰/۵۰۲)	۰/۰۳۳ **(۰/۰۲۵)	۰/۰۲۸ **(۰/۰۲۷)	۰/۰۳۶ *** (۰/۰۰۶)	لگاریتم عمر بنگاه
	۰/۱۱۶ *** (۰/۰۰۰)	۰/۰۹۴ *** (۰/۰۰۰)		۰/۰۷۶ (۰/۱۷۸)	۰/۰۰۳ (۰/۹۶۰)	حاکمیت قانون
-۰/۰۰۶	-۰/۰۰۹		-۰/۰۳۰	-۰/۰۳۰		حاکمیت قانون*
*(۰/۰۹۹)	*(۰/۱۸۴)		*(۰/۰۷۶)	*(۰/۰۵۴)		لگاریتم عمر
Yes	NO	NO	Yes	NO	NO	اثرات ثابت کشوری
۲۷/۴۵۰ ۰/۲۲	۲۴/۷۲۷ ۰/۱۴	۲۴/۷۲۷ ۰/۱۴	۳۷/۰۴۸ ۰/۱۹	۳۷/۰۳۰ ۰/۱۲	۳۷/۰۳۰ ۰/۱۲	مشاهدات ضریب تعیین R ²
تأمین مالی غیررسمی			اعتبار تجاری			
-۰/۰۰۱	-۰/۰۰۱	-۰/۰۰۱	۰/۰۳۳	۰/۰۲۸	۰/۰۳۶	لگاریتم عمر بنگاه
	-۰/۰۷۸ **۰/۰۱۳	-۰/۰۷۸ ۰/۰۱۳		-۰/۰۳۳ ۰/۵۶۴	-۰/۰۵۲ ۰/۳۲۶	حاکمیت قانون
۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۲	-۰/۰۰۷		حاکمیت قانون*
۰/۴۰۴	۰/۸۲۸	۰/۸۲۸	۰/۹۰۶	۰/۵۱۹		لگاریتم عمر
Yes	NO	NO	Yes	NO	NO	اثرات ثابت کشوری
۲۷/۰۲۶ ۰/۱۴	۲۵/۹۳۵ ۰/۱۱	۲۵/۹۳۵ ۰/۱۱	۳۷/۰۱۴ ۰/۲۰	۳۷/۰۲۹ ۰/۱۲	۳۷/۰۲۹ ۰/۱۲	مشاهدات ضریب تعیین R ²



ادامه جدول ۷. اثر محیط کسب و کار بر رابطه میان منابع تأمین مالی و عمر بنگاه (ادامه)

جدول ب - اطلاعات اعتباری

۶	۵	۴	۳	۲	۱	
لیزینگ			تأمین مالی بانک			
-۰/۰۰۴ (۰/۴۸۷)	۰/۰۰۰ (۰/۹۹۹)	-۰/۰۰۱ (۰/۷۰۳)	۰/۱۰۲ (۰/۰۱۸)	۰/۰۹۰ *** (۰/۰۰۴)	۰/۰۳۵ *** (۰/۰۰۷)	لگاریتم عمر بنگاه
	۰/۰۱۴ * (۰/۰۶۸)	۰/۰۱۳ ** (۰/۰۱۷)		۰/۰۳۴ (۰/۱۳۲)	-۰/۰۰۶ (۰/۶۱۴)	اطلاعات اعتباری
۰/۰۰۱	۰/۰۰۰		-۰/۰۱۹	-۰/۰۱۷		اطلاعات اعتباری*
(۰/۵۸۴)	(۰/۸۶۰)		** (۰/۰۴۶)	** (۰/۰۱۹)		عمر بنگاه*
Yes	NO	NO	Yes	NO	NO	اثرات ثابت کشوری
۲۷،۴۸۵ ۰/۲۲	۲۴،۷۶۲ ۰/۱۴	۲۴،۷۶۲ ۰/۱۴	۳۷،۰۶۵ ۰/۱۹	۰۳،۰۶۵ ۰/۱۲	۳۷،۰۶۵ ۰/۱۲	مشاهدات ضریب تعیین R ²
تأمین مالی غیررسمی			اعتبار تجاری			
-۰/۰۹۸ *** ۰/۰۰۳	-۰/۰۹۵ *** ۰/۰۰۶	-۰/۰۵۱ *** ۰/۰۰۰	۰/۰۲۲ ۰/۴۲۰	-۰/۰۰۵ ۰/۸۲۹	۰/۰۰۴ ۰/۷۰۶	لگاریتم عمر بنگاه
	۰/۰۳۶ ** ۰/۰۳۲	-۰/۰۰۵ ۰/۳۹۴		-۰/۰۱۹ ۰/۲۹۸	-۰/۰۲۰ ۰/۱۸۱	اطلاعات اعتباری
۰/۰۱۴	۰/۰۱۴		-۰/۰۰۲	-۰/۰۰۱		اطلاعات اعتباری*
۰/۰۴۷ ** ۰/۰۴۷	* ۰/۰۶۶		۰/۷۹۲	۰/۹۲۲		عمر بنگاه*
Yes	NO	NO	Yes	NO	NO	اثرات ثابت کشوری
۳۷،۰۴۳ ۰/۱۴	۳۵،۹۷۰ ۰/۱۱	۳۵،۹۷۰ ۰/۱۱	۳۷،۰۳۱ ۰/۲۰	۳۷،۰۶۴ ۰/۱۲	۳۷،۰۶۴ ۰/۱۲	مشاهدات ضریب تعیین R ²

جدول ۸. اثر محیط کسب و کار ارتباط میان نفوذ مالی و عمر بنگاه

جدول ۸ تخمین‌های توبیت را نشان می‌دهد، آثار نهایی بر مبنای سطح میانگین متغیرهای مستقل برای مقدار غیرشرطی متغیر وابسته گزارش شده است. متغیرهای وابسته برابرند با جمع درصد تأمین مالی (از صفر تا صد) استفاده شده برای سرمایه‌گذاری خالص. متغیر وابسته در جدول الف برابر است با مجموع تأمین مالی سرمایه‌گذاری جدید از منابع بانکی داخلی و خارجی (تأمین مالی بانکی)، جدول ب نشان‌دهنده تأمین مالی سرمایه‌گذاری جدید از اعتبار تجاری، می‌باشد و جدول ج برابر است با مجموع تأمین مالی سرمایه‌گذاری جدید از منابع مالی غیررسمی. بنگاه‌هایی که از هیچ‌یک از منابع تأمین مالی بیرونی استفاده نکرده باشند، از داده‌ها خارج شده‌اند (یعنی سود انباشته ۱۰۰ درصد بوده است). همه رگرسیون‌ها از متغیرهای مجازی بنگاه: خرد، کوچک،

صادرکننده، مشارکتی، ممیزی، مالکیت خارجی و مالکیت دولتی استفاده می‌کنند. همه متغیرها در پیوست ۲ تعریف شده‌اند. همه رگرسیون‌ها شامل اثرات ثابت بخشی (تولیدات صنعتی، خدمات و ساخت‌وساز) مربوط به بنگاه و اثرات ثابت سال پیمایش می‌شوند رگرسیون‌های فاقد اثرات ثابت کشوری شامل اثرات ثابت سطح کشوری و لگاریتم GDP سرانه می‌شوند. ستاره‌های *، **، *** به ترتیب معناداری ۱۰، ۵ و ۱ درصد را نشان می‌دهد.

جدول الف - تأمین مالی بانکی

(۳)	(۲)	(۱)	
جدول (الف) تأمین مالی بانکی			
۰/۰۲۷	۰/۰۳۱	۰/۰۳۰	لگاریتم عمر بنگاه
[۰/۰۶۴]*	[۰/۰۴۶]**	[۰/۰۳۶]**	حاکمیت قانون
۰/۰۶۷	-۰/۰۰۲		حاکمیت قانون
[۰/۲۳۷]	[۰/۹۶۶]		حاکمیت قانون
-۰/۰۲۷			حاکمیت قانون
[۰/۰۵۹]*			لگاریتم عمر
خیر	خیر	بله	اثرات ثابت کشوری
۲۰,۱۶۰	۲۰,۱۶۰	۲۰,۱۸۲	مشاهدات
۰/۰۵	۰/۰۵	۰/۱۱	ضریب تعمیم R^2
جدول ب - اعتبار تجاری			
-۰/۰۰۷	-۰/۰۰۶	-۰/۰۰۴	لگاریتم عمر بنگاه
[۰/۰۰۳]**	[۰/۰۲۲]**	[۰/۰۶۹]*	حاکمیت قانون
-۰/۰۰۴	-۲/۰۲۲		حاکمیت قانون
[۰/۷۰۲]	[۰/۰۳۸]**		حاکمیت قانون
-۰/۰۰۷			حاکمیت قانون
[۰/۰۱۸]**			لگاریتم عمر
خیر	خیر	بله	اثرات ثابت کشوری
۲۰/۱۹۸	۲۰/۱۹۸	۲۰/۲۲۰	مشاهدات
			ضریب تعمیم R^2
جدول ج - تأمین مالی غیررسمی			
-۰/۰۱۵	-۰/۰۱۵	-۰/۰۱۴	لگاریتم عمر بنگاه
[۰/۰۰۰]**	-۰/۰۴۳	[۰/۰۰۰]**	حاکمیت قانون
-۰/۰۳۹			حاکمیت قانون
[۰/۰۰۳]**	[۰/۰۰۳]**		حاکمیت قانون
-۰/۰۰۲			حاکمیت قانون
[۰/۷۳۲]			لگاریتم عمر
خیر	خیر	بله	اثرات ثابت کشوری
۲۰,۱۹۸	۲۰,۱۹۸	۲۰,۲۲۰	مشاهدات
۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۱۷	ضریب تعمیم R^2



جدول ۹ تخمین‌های پروبیت را با آثار ثابت کشوری برای زیرنمونه‌هایی از بنگاه‌هایی که یک فرد یا خانواده سهام‌دار عمده آنها باشد، نشان می‌دهد. متغیر مستقل که در ستون اول یک متغیر مجازی است که عدد یک زمانی است که بنگاه از یک خط اعتباری یا تسهیلات مازاد استفاده کند؛ ستون دوم، متغیر مجازی است که زمانی که بنگاه از لیزینگ استفاده کند یک است؛ ستون چهارم متغیری مجازی است که اگر بنگاه از اعتبار تجاری استفاده کند، یک است و ستون پنجم متغیر مجازی است که اگر بنگاه از تأمین مالی غیررسمی استفاده کند، یک است. بنگاه‌هایی که از هیچ‌یک از روش‌های تأمین مالی استفاده نکرده باشند، از مطالعه خارج شده‌اند. انحراف معیارها براساس کشور و سال تجمیع خوشه‌بندی شده‌اند. ستاره‌های *, **, *** به ترتیب نشان‌دهنده معناداری ۱۰، ۵ و ۱ درصد است. در این جدول نیز اثر روش‌های مختلف تأمین مالی بر متغیرهای مستقلی چون (عمر بنگاه، اندازه بنگاه نوع مالکیت بنگاه و...) تخمین زده شده است. ضریب بزرگ‌تر نشان‌دهنده اثر متقابل بیشتر است و مثبت و منفی بودن ضریب نیز مدنظر قرار می‌گیرد.

جدول ۹. ارتباط بین منابع تأمین مالی و بنگاه در شرایطی که یک فرد یا خانواده سهام‌دار عمده آن باشد

	خط اعتباری (۱)	تأمین مالی و بانکی (۲)	لیزینگ (۳)	اعتبار تجاری (۴)	تأمین مالی غیررسمی (۵)	
لگاریتم عمر بنگاه	۰/۰۳۷ *** (۰/۰۰۴)	۰/۰۳۵ *** (۰/۰۰۴)	۰/۰۰۱ (۰/۸۸۴)	-۰/۰۰۸ (۰/۴۲۴)	-۰/۰۴۱ *** (۰/۰۰۰)	۰/۰۳۰۶ *** (۰/۰۰۰)
خرد	-۲۸۰/۰ *** (۰/۰۰۰)	-۰/۲۱۰ *** (۰/۰۰۰)	-۰/۰۷۴ *** (۰/۰۰۰)	-۰/۰۳۰ (۰/۱۹۷)	۰/۱۱۰ *** (۰/۰۰۰)	۰/۱۱۱۱ *** (۰/۰۰۰)
کوچک	-۰/۱۶۹ *** (۰/۰۰۰)	-۰/۱۰۷ *** (۰/۰۰۰)	۰/۰۲۴ ** (۰/۰۱۰)	-۰/۰۲۲ (۰/۱۸۷)	۰/۰۷۲ *** (۰/۰۰۰)	۰/۰۷۲۲ *** (۰/۰۰۰)
مالکیت واحد	-۰/۱۱۵ *** (۰/۰۰۰)	-۰/۱۳۱ *** (۰/۰۰۵)	-۰/۰۲۸ ** (۰/۰۳۷)	-۰/۰۵۷ ** (۰/۰۱۲)	۰/۱۲۳ *** (۰/۰۰۲)	۰/۱۱۹۹ *** (۰/۰۰۱)
مدیرمالک	۰/۰۹۱ ** (۰/۰۰۸)	-۰/۰۹۸ *** (۰/۰۰۴)	-۰/۰۰۴ (۰/۸۳۹)	۰/۰۱۸ (۰/۵۴۳)	۰/۰۲۸ (۰/۱۲۳)	۰/۰۲۸۲ (۰/۱۱۳)
زن مالک اصلی	-۰/۰۴۵ (۰/۲۲۵)	-۰/۰۳۵ (۰/۳۵۵)	-۰/۰۰۲ (۰/۸۴۸)	-۰/۰۲۱ (۰/۳۸۴)	۰/۰۲۶ (۰/۴۵۶)	۰/۰۲۴۹ (۰/۴۵۹)
عمر زن	-۰/۰۲۷ * (۰/۰۷۷)	۰/۰۰۵ (۰/۷۸۳)	۰/۰۰۵ (۰/۵۸۴)	-۰/۰۰۴ (۰/۷۷۹)	-۰/۰۰۲ (۰/۹۰۷)	-۰/۰۰۱۴ (۰/۹۲۶)
مشارکتی	-۰/۰۲۷ (۰/۳۰۸)	-۰/۰۶۰ * (۰/۰۸۱)	-۰/۰۰۶ (۰/۴۱۰)	-۰/۰۱۳ (۰/۵۳۹)	۰/۰۴۰ * (۰/۰۹۶)	۰/۱۶۲۲ * (۰/۰۶۵)
سایر اشکالات حقوقی						-۰/۰۴۵۸ (۰/۰۷۵)
صادرکننده	۰/۰۳۷ * (۰/۰۱۱)	۰/۰۵۲ *** (۰/۰۰۰)	۰/۰۰۹ (۰/۲۵۷)	-۰/۰۱۹ (۰/۲۸۷)	-۰/۰۱۳ (۰/۲۷۶)	-۰/۰۱۳۵ (۰/۲۲۷)
ممیزی	۰/۰۹۸ *** (۰/۰۰۰)	۰/۰۳۴ * (۰/۰۸۳)	۰/۰۱۰ (۰/۳۳۶)	-۰/۰۳۳ * (۰/۰۸۳)	۰/۰۲۶ ** (۰/۰۲۵)	-۰/۰۳۵۷ ** (۰/۰۲۷)

	خط اعتباری (۱)	تأمین مالی و بانکی (۲)	لیزینگ (۳)	اعتبار تجاری (۴)	تأمین مالی غیر رسمی (۵)	
مالکیت خارجی	-۰/۱۵۹ ***(-۰/۰۰۰)	-۰/۱۸۸ **(-۰/۰۴۷)	-۰/۰۳۳ (-۰/۰۲۷)	-۰/۰۰۷ (-۰/۰۲۷)	-۰/۰۸۷ (-۰/۰۲۴)	-۰/۰۸۸۴ (-۰/۰۳۱۴)
مالکیت دولتی	-۰/۱۴۳۸ ***(-۰/۰۰۰)	-۰/۰۱۱۷ (-۰/۰۸۷۴)	-۰/۰۶۴۹ (-۰/۰۱۲۲)	-۰/۱۵۹۱ ***(-۰/۰۰۰)	-۰/۱۳۸۴ ***(-۰/۰۰۰)	-۰/۱۳۷۷ ***(-۰/۰۰۰)
مشاهدات R ²	۱۲/۳۹۹ -۰/۳۰	۱۴/۱۲۹ -۰/۱۶	۱۳/۴۷۷ -۰/۱۹	۱۳/۷۷۲ -۰/۰۹	۱۴/۱۲۹ -۰/۱۴	۱۴/۱۲۹ -۰/۱۴

پیوست ۱. لیست کشورها و تعداد مشاهدات نمونه‌ای

آلبانی	۵۳۷	گواتمالا	۴۵۵	عمان	۳۳۷
الجزایر	۵۵۷	گینه	۳۲۷	پاکستان	۹۶۵
آنگولا	۵۴۰	گینه بیسائو	۲۹۶	پاناما	۶۰۴
آرژانتین	۱,۰۶۳	غنا	۱۶۳	پاراگوئه	۶۱۳
ارمنستان	۶۴۷	هندوراس	۴۵۰	پرو	۱,۲۰۸
آذربایجان	۶۵۷	مجارستان	۱,۰۰۷	فیلیپین	۷۱۶
بنگلادش	۱,۰۰۱	هند	۲,۷۲۲	لهستان	۱,۸۲۹
بلاروس	۷۰۷	اندونزی	۷۱۳	پرتغال	۵۰۵
بنین	۱۹۷	ایرلند	۵۰۱	رومانی	۹۸۰
بوتان	۹۸	قزاقستان	۹۸۲	روسیه	۱,۶۵۹
بولیوی	۱/۲۸۴	کنیا	۲۸۴	عربستان سعودی	۶۸۱
بوسنی	۵۰۹	کره	۵۹۸	رواندا	۳۴۰
بوتسوانا	۴۴۴	کوزوو	۳۲۹	سنگال	۲۶۲
برزیل	۱,۶۴۲	قرقیزستان	۶۰۹	صربستان	۵۵۰
بلغارستان	۱,۲۲۸	لائوس	۲۴۶	جمهوری اسلواکی	۵۲۸
بورکینافاسو	۵۱	لتونی	۵۴۷	اسلونی	۵۳۶
بوروندی	۴۰۷	لبنان	۳۵۴	آفریقای جنوبی	۶۰۳
کامبوج	۵۰۳	لسوتو	۷۵	اسپانیا	۶۰۶
کامرون	۱۱۹	لیتوانی	۷۵۶	سريلانکا	۴۵۲
کیپ‌ورد	۴۷	مقدونیه	۵۰۶	سوازیلند	۴۲۹
شیلی	۹۴۸	ماداگاسکار	۲۹۳	سوریه	۵۶۰
چین	۳,۹۴۸	مالاوی	۱۶۰	تاجیکستان	۴۸۳
کلمبیا	۱,۰۰۰	مالزی	۹۰۲	تانزانیا	۷۶۰
کاستاریکا	۳۴۳	مالی	۱۵۵	تایلند	۱,۳۸۵
کرواسی	۵۵۰	موریتانیا	۳۶۱	ترکیه	۲,۵۴۴
جمهوری چک	۷۶۰	موریس	۲۱۲	آگاندا	۳,۰۹۹
دومینیک	۲۵۰	مکزیک	۱,۴۸۰	اوکراین	۵,۰۰۴
اکوادور	۴۵۳	مولداوی	۷۶۶	ازبکستان	۶۶۰



۱,۶۵۰	ویتنام	۱۹۵	مغولستان	۱,۹۷۳	مصر
۲۰۷	زیمبابوه	۱۰۰	مونته‌نگرو	۴۶۵	السالوادور
		۱,۷۰۹	مراکش	۷۹	اریتره
		۱۹۴	موزامبیک	۵۲۱	استونی
		۴۲۹	نامیبیا	۴۲۷	اتیوپی
		۲۲۳	نیپال	۳۰۱	گامبیا
		۴۵۲	نیکاراگوئه	۳۷۴	گرجستان
		۱۲۵	نیجر	۱,۱۹۶	آلمان
		۲۳۲	نیجریه	۵۴۶	یونان

پیوست ۲. تعریف متغیرها و میانگین آماری

میانگین	تعریف	نام متغیر
ابزارهای دسترسی به تأمین مالی		
٪۲۲	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه از تأمین مالی بانکی داخلی یا خارجی برای سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری جدید استفاده کند، و ۰ در غیر این صورت.	تأمین مالی بانکی
٪۲۱	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه از لیزینگ، اعتبار تجاری یا کارت‌های اعتباری برای سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری جدید استفاده کند، و ۰ در غیر این صورت.	تأمین مالی عملیاتی
٪۱۴	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه از تأمین مالی غیررسمی یا خانواده و دوستان برای سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری جدید استفاده کند و ۰ در غیر این صورت.	تأمین مالی غیررسمی
٪۱۹	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه از اوراق جدید، امتیازات و اگذاری، یا «سایر» منابع مالی برای سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری جدید استفاده کند و ۰ در غیر این صورت.	تأمین مالی از طریق اوراق سهام
٪۲۰	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه از درآمد انباشته برای ۱۰۰ درصد سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری جدید استفاده کند و ۰ در غیر این صورت.	درآمد انباشته
٪۲۲	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه از هیچ منبع مالی بانکی داخلی یا خارجی استفاده نکند ولی از سایر منابع بیرونی برای سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری جدید تأمین مالی کند (منابعی غیر از درآمد انباشته)، و ۰ در غیر این صورت.	افزایش بودجه شخصی
ویژگی‌های عمومی بنگاه		
۱۶/۰۸	متغیر پیوسته مساوی عمر بنگاه	عمر بنگاه
٪۲۶	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه کمتر از ۱۰ نیروی کار داشته باشد و ۰ در غیر این صورت.	خرد
٪۳۹	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه ۱۰-۴۹ نیروی کار داشته باشد و ۰ در غیر این صورت.	کوچک
٪۳۵	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه ۵۰ نفر یا بیشتر نیروی کار داشته باشد و ۰ در غیر این صورت.	متوسط، بزرگ

نام متغیر	تعریف	میانگین
ابزارهای دسترسی به تأمین مالی		
صادرکننده	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه بیش از ۱۰ درصد کالاهای خود را صادر کند و = ۰ در غیر این صورت (شرکایی و مالکیت واحد، گروه‌های حذف شده هستند)	٪۲۳
مشارکتی	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه صورت مشارکتی ثبت شده است و = ۰ در غیر این صورت (شرکایی و مالکیت واحد، گروه‌های حذف شده هستند)	٪۴۹
ممیزی حساب	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه دارای موقعیت مالی حسابرسی شده است و = ۰ در غیر این صورت.	٪۵۳
مالکیت خارجی	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه دارای مالکیت خارجی است و = ۰ در غیر این صورت.	٪۵
مالکیت دولتی	مجازی (۰/۱) = ۱ اگر بنگاه دارای مالکیت دولتی است و = ۰ در غیر این صورت.	٪۴
ویژگی‌های کشوری		
حاکمیت قانون	سنجش «حدودی که بنگاه‌ها به قواعد جامعه باور دارند و به آن متعهد هستند، به‌ویژه کیفیت اجرای قراردادهای، پلیس و دادگاه‌ها و علاوه بر این، نحوه رسیدگی به [جرم و خشونت]» Kaufman, Kraay and Mastruzzi, 2007, p.4 (WB - WDI)	۰.۳۰
شاخص اطلاعات اعتباری	سنجش «کارآیی قوانین و قواعد که بر میزان، دسترسی و کیفیت اطلاعات اعتباری مؤثر هستند بانک اطلاعات انجام کار بانک جهانی» http://www.doingbusiness.org	۲/۷۴
گروه کم‌درآمد	مجازی (۰/۱) = ۱ برای کشورهایی که تولید ناخالص ملی سرانه کمتر از ۷۶۶ دلار داشته باشند، = ۰ در غیر این صورت (WB-WDI)	٪۳۷
گروه درآمد زیر متوسط	مجازی (۰/۱) = ۱ برای کشورهایی که تولید ناخالص ملی سرانه بین ۷۶۶ و ۳۵۳۵ دلار داشته باشند و = ۰ در غیر این صورت (WB-WDI)	٪۳۶
گروه درآمد بالای متوسط	مجازی (۰/۱) = ۱ برای کشورهایی که تولید ناخالص ملی سرانه بین ۳۵۳۵ و ۹۳۸۵ دلار داشته باشند و = ۰ در غیر این صورت.	٪۱۹
گروه پردرآمد	مجازی (۰/۱) = ۱ برای کشورهایی که تولید ناخالص ملی سرانه بیشتر از ۹۳۸۵ دلار باشد و = ۰ در غیر این صورت (WB-WDI).	٪۸



منابع و مأخذ

1. Allen, Franklin, Rajesh Chakrabarti, Sankar De, Jun Qian, and Meijun Qian, 2006, Financing Firms in India, World Bank Policy Research Working Paper No. 3975.
2. Ayyagari, Meghana, Asli Demirgüç-Kunt, and Vojislav Maksimovic, Formal versus Informal Finance: Evidence from China, mimeo, 2003.
3. Baldwin, John R., Guy Gellatly and Valérie Gaudreault, "Financing innovation in new small firms: new evidence from Canada", Working paper, 2002.
4. Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt, and Vojislav Maksimovic, Financing Patterns around the World: Are Small Firms Different? World Bank working paper, 2004.
5. Brealey, Richard A. and Stewart C. Myers, "Financing and Risk Management." Business and Economics, 2002.
6. Brown, Gregory, Larry Chavis, and Leora Klapper, A New Lease on Life: 2008.
7. Institutions, External Financing, and Business Growth. World Bank mimeo.
8. Bulan, Laarni and Zhipeng Yan, "The Pecking Order of Financing in the Firm's Life Cycle." Working paper, 2007.
9. Carpenter, Robert E. and Laura Rondi, "Italian Corporate Governance, Investment, and Finance". CERIS-CNR Working Paper No. 14/2000.
10. Demirguc-Kunt, Asli, T. Beck and V. Maksimovic, Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter? Journal of Finance , 60, February 2004.
11. Djankov, Simeon, Ira Lieberman, Joyita Mukherjee, and Tatiana Nenova, Going Informal: Benefits and Costs, Mimeo, World Bank, 2002.
12. Evans, David S & Jovanovic, Boyan, "An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints," Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 97(4), pages 808-27, August, 1989.
13. Klapper, Leora, Luc Laeven, and Raghu Rajan, Barriers to Entrepreneurship, *Journal of Financial Economics* 82, 2006.
14. Levine, R., 2005, "Finance and Growth: Theory and Evidence." in Handbook of Economic Growth, Eds:Philippe Aghion and Steven Durlauf, The Netherlands: Elsevier Science, 2005.



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۲۰۵۷

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: اثر محیط کسب‌وکار بر تأمین مالی بنگاه‌های نوپا

نام دفتر: مطالعات محیط کسب‌وکار

تهیه و تدوین: موسی شهبازی غیاثی

ناظر علمی: سیدامیر سیاح

متقاضی: معاونت پژوهشی

ویراستار تخصصی: —

ویراستار ادبی: —

واژه‌های کلیدی:

۱. تأمین مالی

۲. بنگاه‌های نوپا

۳. حاکمیت قانون

۴. اطلاعات اعتباری

تاریخ انتشار: ۱۳۹۰/۸/۳۰