

بررسی تامین مالی داخلی و قابلیت سرمایه گذاری با تاکید بر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محبوبه تقی مومنی^۱

^۱ کارشناسی ارشد موسسه علوم و فناوری سپاهان

نویسنده مسئول:

محبوبه تقی مومنی

چکیده

هدف مطالعه حاضر بررسی تامین مالی داخلی و قابلیت سرمایه گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی مطالعه بین سالهای ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ شامل ۱۷۳ شرکت نمونه و ۱۲۱۱ مشاهده که از طریق مدل پانل مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند، که در این راستا از نرم افزار Excel نسخه ۲۰۱۰، محاسبه و با نرم افزارهای Eviews نسخه ۲۲ استفاده شده است. نتایج مطالعه بیانگر آن است که افزایش در تامین مالی داخلی منجر به افزایش قابلیت سرمایه گذاری شرکت ها می شود. همچنین متغیرهای کیوتوبین، سود هر سهم، جریان های نقدی، استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، اندازه شرکت و رشد فروش شرکت با افزایش سرمایه گذاری شرکت ها رابطه مثبت دارد و اهرم مالی با سرمایه گذاری شرکت ها رابطه منفی دارد.

واژگان کلیدی: انسجام مدیریتی، تامین مالی داخلی، قابلیت سرمایه گذاری

۱- مقدمه

از عوامل توسعه‌ی اقتصادی کشورهای در حال توسعه، توانایی جذب پس‌اندازها و هدایت آن‌ها به سمت فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است. فرآیند اختصاص مؤثر سرمایه در ارتقاء و پیشرفت و سمت نظام اقتصادی نقش مهمی را ایفا نموده و در پی آن بهره‌وری به وجود خواهد آمد که این امر به نوبه‌ی خود موجب روان شدن و کارایی بازار می‌گردد. ایجاد بورس یک راه مناسب برای جذب سرمایه‌پذیران و سرمایه‌گذاران جامعه است. یکی از ویژگی‌های مهم این بازارهای سرمایه‌ی نوپا، به خصوص در کشورهای در حال توسعه، وجود سرمایه‌گذاران عمده و تملک بخش اعظمی از حقوق مالکانه شرکت‌ها توسط آنان است (حساس یگانه و شهریاری، ۱۳۸۹).

از نگرانی‌های بنگاه‌های اقتصادی در جهان، تأمین منابع مطلوب مالی می‌باشد. هر نوع فعالیت نیاز به منابع مالی دارد. از این رو، منابع مالی را به شریان حیاتی بنگاه‌های اقتصادی و سازمان‌های کوچک و بزرگ تشبیه کرده‌اند. در حقیقت، هدف اصلی از هر نوع فعالیت اقتصادی، سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی امکان‌پذیر نمی‌باشد. از سویی دیگر، تأمین مالی در شرکت‌های بزرگ عملی معمولی است. مدیریت شرکت برای فراهم ساختن وجوه لازم جهت مخارج سرمایه‌ای و عملیات شرکت منابع گوناگونی را و شیوه‌های مختلف تأمین مالی را در اختیار دارد. تأمین مالی می‌تواند از طریق انتشار سهام یا اوراق بدهی انجام شود که تفاوت بین آنها مشهود است (مجتهدزاده و همکاران، ۱۳۸۸).

در واقع در جهان پرتلاطم امروزی که سازمان‌ها و جوامع با تحولات شگرف محیطی و تکنولوژی و به تبع آن تجارت جهانی و جهانی شدن روبه‌رو هستند، مدیران به عنوان نمایندگان افراد و گروه‌های مختلف ذینفعان مسئولیت استفاده از منابع مالی را بر عهده دارند و انتظار می‌رود مدیران بتوانند به منظور تأمین منافع ذینفعان و ایفای مسئولیت پاسخگویی با افزایش کیفیت اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهند (بشیری منش و مهری کامرود، ۱۳۹۷). لذا سرمایه‌های انسانی، که نقش مهمی در تبدیل منابع شرکت به درآمد و خلق ثروت برای سهامداران را دارد، مدیران شرکت‌های تجاری هستند. اطلاعات مرتبط با قابلیت مدیران شرکت‌ها، از قبیل انسجام مدیران و توانایی آنها در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین منابع، تخصیص، بهینه منابع، و دانش و تجربه آنها، یکی از ابعاد مهم و ارزشمند شرکت‌های تجاری محسوب می‌شوند (حسنی القار و شعری آناقیز، ۱۳۹۶).

با توجه به موارد ذکر شده سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران شرکت است. در صورتی که مدیران بتوانند به درستی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش (طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت) در بازار را تشخیص دهند و به میزان مناسب در هر یک از آن‌ها سرمایه‌گذاری نمایند، در نهایت، این امر سبب رشد شرکت شده، ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. از این رو بررسی تأمین منابع داخلی که در نهایت منجر به قابلیت و کارایی سرمایه‌گذاری است امری مهم است و هدف این مطالعه نیز بررسی این پرسش است که آیا تأمین منابع داخلی بر قابلیت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری دارد؟

۲- ادبیات تحقیق

فروغ نژاد و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعه خود به بررسی نقدشوندگی سهام، کارایی سرمایه‌گذاری عملکرد شرکت پرداختند. نتایج حاکی از آن است که نقدشوندگی سهام منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. علاوه بر این کارایی سرمایه‌گذاری نیز منجر به افزایش عملکرد شرکت می‌شود.

عبدی و همکاران (۱۳۹۶) در مطالعه خود به بررسی تاثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. جهت بررسی از آمار و اطلاعات ۱۱۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۴ و مدل داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که مالکیت مدیریتی ارتباط مثبت بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند.

فرید و قدک فروشان (۱۳۹۷) در مطالعه خود به بررسی تاثیر نوع تامین مالی بر کارایی سرمایه گذاری با تاکید بر ارزش شرکت پرداختند. نمونه پژوهش شامل ۸۵ شرکت در بازه زمانی بین سال های ۱۳۹۴-۱۳۹۰ انتخاب شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که نوع تامین مالی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر معنی داری دارد.

فرجی و همکاران (۱۳۹۸) در مطالعه خود به بررسی تامین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری: نقش تعدیلگر بیش اطمینانی مدیران پرداختند. برای انجام این پژوهش اطلاعات مربوط به ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال های بین ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ با بهره گیری از معادلات گرسوونی چندگانه مبتنی بر داده های تلفیقی، آزمون شده اند. نتایج آزمون فرضیه ها نشان دهنده رابطه منفی و معنادار بین تامین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری است، به طوری که با افزایش تامین مالی داخلی، کارایی سرمایه گذاری کاهش می یابد. همچنین نتایج نشان دهنده عدم تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر رابطه بین تامین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری می باشد.

هی و همکاران^۱ (۲۰۱۸) در مطالعه خود به بررسی اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، تامین مالی داخلی و بازده سرمایه گذاری در چین پرداختند. لذا نمونه ای از شرکت های موجود در بورس شانگهای چین و بورس شنژن در سال های ۲۰۱۰-۲۰۱۵ را مورد بررسی قرار داده اند. نتایج نشان داد که تامین مالی داخلی می تواند موجب بهبود فرصت های کسب و کار و کاهش کمبود سرمایه شود. اما ممکن است باعث سرمایه گذاری مفرط شود، به ویژه در شرکت هایی که دارای مدیرانی با اعتماد به نفس بیش از حد هستند. این مشکل سرمایه گذاری بیش از حد بیشتر مربوط به اعتماد به نفس بیش از حد مدیران در شرکت های دولتی است تا شرکت های غیر دولتی است.

رائو و ژائو^۲ (۲۰۱۹) در مطالعه خود به بررسی اثر ترکیبی سرمایه گذاران نهادی و ریسک سقوط بر بازده سهام می پردازد. به طور خاص، اثرات ریسک سقوط سهام هایی با مالکیت نهادی بیشتر، قوی تر است و اثر مالکیت نهادی تاثیر کمتری بر بازده سهام در بین سهام هایی با ریسک سقوط بالاتر، دارد. علاوه بر این، این مقاله به بررسی اثر تعدیلگر نقدینگی سهام در رابطه بین سرمایه گذاران نهادی، ریسک سقوط و بازده سهام می پردازد، و با بررسی های بیشتر، نتیجه می گیرد که رابطه نقدینگی و بازده در شرایطی که ریسک سقوط کمتر است، قوی تر می باشد. به طور کلی، این مقاله شواهدی ارائه می دهد که نشان می دهند سرمایه گذاران نهادی و ریسک سقوط نقش مهمی در قیمت سهام دارند.

هارپر و همکاران^۳ (۲۰۲۰) در مطالعه خود به بررسی تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت آتی مدیرعامل اجرایی می پردازد. با استفاده از یک نمونه پانل داده بزرگ با ۱۷۸۱۶ مشاهدات مربوط به شرکت-سال، نشان داد که ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت مدیرعامل اجرایی تاثیر منفی معناداری دارد، و این نشان می دهد که بعد از سقوط قیمت سهام، قدرت مدیر عامل کمتر می شود. همچنین دریافتن که نتایج برای شرکت های دارای مدیر عامل اجرایی زن قوی تر است و عمدتاً برای شرکت هایی که دارای مدیرعامل اجرایی با سابقه کم هستند، صادق است. بعلاوه، نتایج حاکی از آن است که تأثیر منفی ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت مدیرعامل در شرکت های دارای حاکمیت شرکتی قویتر، کمتر است. مطالعه با ارائه شواهد تجربی بیشتر در مورد پیامدهای ریسک سقوط قیمت سهام به فراخوان حبیب، حسن و جیانگ (۲۰۱۸) پاسخ می دهد.

۳- ارتباط تامین مالی داخلی و قابلیت سرمایه گذاری

پیشرفت در صنعت هر کشور و رشد تولیدات، مستلزم برنامه های سرمایه گذاری کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت است و از طریق آن می توان به پشتوانه عظیمی در اقتصاد هر کشور نیز دست یافت. برای تامین سرمایه مورد نیاز این برنامه ها راه های متفاوتی وجود دارد. این راه ها عمدتاً عبارت است از: استفاده از بدهی، استفاده از سرمایه سهامداران در قالب سهام عادی، استفاده از سود انباشته است.

¹ He et al.

² . Rao & Zhou

³ . Harper et al.

از طرف دیگر منابع تامین مالی از دیدگاه‌های مختلفی تقسیم بندی می شوند. در ایران منابع مالی به دو دسته طبق مطالبی که قبلاً ذکر شده است تقسیم بندی می شود. همچنین از جنبه دیگر منابع تامین مالی به منابع تامین مالی کوتاه مدت و بلندمدت تقسیم می شود و شرکتها می توانند منابع مالی خود را از داخل یا خارج از شرکت تامین کنند. هدف اصلی شرکتها، افزایش بازده حقوق صاحبان سهام و بدین منظور از روشی استفاده می کنند که آنها را در رسیدن به این مهم یاری کند. افزایش بازده حقوق صاحبان سهام و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه، ارزش شرکت را بالا می برد. در واقع سرمایه گذاران یا تامین کنندگان وام و تسهیلات بلندمدت با اعطای سرمایه یا پول خود به شرکت، ریسک عدم وصول آن را پذیرفته اند و بازده ای معادل هزینه سرمایه شرکت را می خواهند (لین و همکاران^۴، ۲۰۱۳). از این رو تعیین ترکیب بهینه سرمایه و قابلیت سرمایه گذاری یکی از مسائل اساسی تامین مالی شرکتها به شمار می رود.

۴- مدل تحقیق

$$Inv(\frac{overINV}{underINV})_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{i,t} + \beta_2 Intern * Ability_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 Q_{i,t} + \beta_6 Return_{i,t} + \beta_7 EPS_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t} + \beta_9 INS_{i,t} + \beta_9 GROWTH_{i,t} + \beta_{10} DUALITY_{i,t} + \beta_{11} BRD SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

(۱)

متغیر وابسته:

Investment ✓: مجموع قابلیت سرمایه گذاری شرکتها؛ که از مجموع دارایی های ثابت، ساخت و ساز در روند، دارایی های نامشهود و سرمایه گذاری های بلند مدت تقسیم بر جمع دارایی ها که در صورت بیشتر از نیم بودن نشان دهنده کارایی و کمتر از نیم بودن عدم کارایی را نشان می دهد، استفاده می شود.

متغیرهای مستقل:

Intern ✓: سود انباشته به کل دارایی بعنوان تامین مالی داخلی:

$$Intern = \frac{Retained\ earnings}{Total\ assets}$$

Ability ✓: به منظور اندازه گیری انسجام مدیریتی از الگوی ارائه شده توسط دمرجیان و همکاران (۲۰۱۳) استفاده شده است. سنجش توانایی و انسجام مدیران با استفاده از این الگو در دو گام صورت می گیرد. گام اول، ابتدا کارایی شرکت با در نظر گرفتن بهای تمام شده کالای فروش رفته (CGS)، هزینه های اداری، عمومی و فروش (SG*A)، داراییهای ثابت مشهود (PPE)، اجاره عملیاتی (OpsLease)، مخارج تحقیق و توسعه (R&D) و دارایی های نامشهود (Intan) به عنوان متغیرهای ورودی و فروش (Sale) به عنوان متغیر خروجی سنجیده می شود. (DEA) یک مرز کارایی را برای شرکت ها فراهم می کند. اندازه کارایی (Δ) که DEA تولید می کند، یک عدد بین صفر و یک است. شرکت هایی با نمره کارایی یک، شرکت هایی هستند که بسیار کارا بوده و شرکت هایی که امتیاز کارایی آنها کمتر از یک است، زیر مرز کارایی قرار دارند و باید با کاهش هزینه ها یا با افزایش درآمدها به مرز کارایی برسند. با توجه به عدم افشای مناسب خارج تحقیق و توسعه برای شرکت های ایرانی این متغیر از مدل زیر کنار گذاشته شده است. همچنین به منظور جلوگیری از اثر مضاعف، مبلغ اجاره عملیاتی از هزینه های اداری، عمومی و فروش کسر گردیده است. برای سنجش توانایی و انسجام مدیران در کارایی شرکتها از رابطه زیر استفاده می شود و وارد مدل رگرسیونی می شود.

$$(\varphi_1 CGS + \varphi_1 SG \& A + \varphi_1 PPE + \varphi_1 Opslease + \varphi_1 Intan) \text{ Max } \Delta = (Sales)$$

^۴. Lin et al.

✓ **Q:** نسبت کیو توبین؛ چنانچه ارزش بازار شرکت بیش از دارایی‌های آن باشد، این شرکت توانسته به‌نحوی بهینه، از دارایی‌های خود استفاده نماید. در این صورت ارزش سهام بیش از ارزش فعلی آن است. در صورتی که ارزش بازار شرکت، کمتر از ارزش دارایی‌های شرکت باشد، شرکت نتوانسته از دارایی‌های خود، به صورت بهینه استفاده کند.

ارزش بازار سهام+جمع بدهی ها
جمع دارایی ها

✓ **Return:** بازده دارایی ها

بازده در فرآیند سرمایه گذران نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذران محسوب می شود. منظور از بازده، کل مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهم تعلق می گیرد. مجموعه این مزایا شامل موارد ذیل است :

- ۱- افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی مورد محاسبه (تفاوت نرخ اول و آخر سال مالی سهم شرکت) .
- ۲- سود نقدی ناخالص هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام که بعد از کسر مالیات پرداخت می گردد.
- ۳- مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تقویم به ارزش است
- ۴- مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه

که به طریق زیر بدست می آید :

$$R_t = \frac{(P_{t+1} - P_t) + DPS_t}{P_t}$$

R_t : بازده سهام عادی در دوره t

P_t : قیمت سهام عادی در زمان t

P_{t+1} : قیمت سهام عادی در زمان $t + 1$

DPS_t : سود نقدی سهام عادی طی دوره t

به عبارت دیگر :

مزایای سود سهمی + مزایای حق تقدم + سود نقدی خالص + تفاوت قیمت سهام اول و آخر دوره

قیمت سهام در اول دوره

✓ **EPS:** سود هر سهم؛ به عنوان نسبت سود بعد از مالیات نسبت به کل سهام

$$EPS = \frac{\text{Profit after tax}}{\text{Total shares}}$$

✓ **Cash:** جریان های نقدی از فعالیت های عملیاتی به کل دارایی ها

$$\text{cash} = \frac{\text{Cash flows from operating activities}}{\text{Total assets}}$$

✓ **INS:** مالکیت نهادی؛ سهامدارانی که بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند، عدد ۱ و در غیر اینصورت ۰

✓ **DUALITY**: متغیر دامی؛ اگر یکی از اعضای هیئت مدیره، مدیرعامل باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت ۰

✓ **BRDSIZE**: لگاریتم تعداد مدیران در هیئت مدیره

✓ متغیرهای کنترلی:

✓ **SIZE**: لگاریتم طبیعی از جمع دارایی های کل شرکت

✓ **LEV**: اهرم مالی که از نسبت بدهی های بلندمدت به مجموع داراییها به عنوان نماینده اهرم ها استفاده می شود.

$$LEV = \frac{\text{Long term debt ratio}}{\text{Total assets}}$$

✓ **GROWTH**: رشد فروش شرکت: درآمد فروش سال جاری منهای درآمد فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل

$$GROWTH = \frac{G_t - G_{t-1}}{G_{t-1}} * 100$$

✓ i: شرکتهای منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

✓ t: دوره زمانی تحقیق (۱۳۹۲-۱۳۹۸)

۴-۱- نتایج آزمون های ریشه واحد

در جدول (۱) نتایج این آزمون برای متغیرهای مورد استفاده در این پایان نامه ارائه شده است. مطابق با نتایج حاصله متغیرها در سطح مانا می باشند و قدرمطلق آماره لوین لین و چو از قدرمطلق مقادیر بحرانی این آماره در سطح احتمال ۱٪، ۵٪ و حتی ۱۰٪ کوچکتر است. در نتیجه تمامی متغیرها انباشته از درجه صفر یا I(0) می باشند.

جدول ۱: نتایج آزمون ریشه واحد لوین لین و چو (LLC)				
درجه انباشتگی	مقدار آماره ADF		متغیر	
	ضرایب	سطح معنی داری		
I(0)	-۹۴.۲۰۶۰	۰.۰۰۰۰	Return	بازده دارایی ها
I(0)	-۱۱.۸۱۹۵	۰.۰۰۰۰	Intern	تامین مالی داخلی
I(0)	-۸۲.۶۶۳۲	۰.۰۰۰۰	Ability	انسجام مدیریتی
I(0)	-۵۴.۹۷۰۳	۰.۰۰۰۰	Q	کیو توبین
I(0)	-۲۸.۳۴۷۹	۰.۰۰۰۰	EPS	سود هر سهم
I(0)	-۳۷۶.۵۱۲	۰.۰۰۰۰	Cash	جریان های نقدی
I(0)	-۱۳.۸۹۶۱	۰.۰۰۰۰	BRDSIZE	اندازه هیئت مدیره
I(0)	-۲.۵۷۹۳۹	۰.۰۰۴۹	Size	اندازه شرکت
I(0)	-۸.۰۵۸۰۳	۰.۰۰۰۰	LEV	اهرم مالی
I(0)	-۲۹.۴۴۴۰	۰.۰۰۰۰	GROWTH	رشد فروش شرکت

منبع: یافته های محقق

۲-۴-آزمونهای هم انباشتگی پانل ۵:

در صورت کشف رابطه هم انباشتگی بین دو متغیر، می توان به تخمین های کارایی از عوامل الگو دست یافت که در این حالت به رغم وجود سری های زمانی ناپایا، مشکل رگرسیون جعلی را نخواهیم داشت و معادله تخمین زده شده، معادله تعادلی دارای رابطه بلند مدت خواهد بود. در این تحقیق از آزمون هم انباشتگی کائو برای بررسی وجود رابطه بلند مدت میان متغیرها استفاده شده است که نتایج در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول ۲: نتایج آزمون هم انباشتگی کائو برای مدل

Prob	t-Statistic
۰.۰۰۰۰	-۵.۱۷۹۸۷۴
	مدل

منبع: یافته های محقق

ملاحظه می شود که طبق نتایج جدول (۲) برای شرکت های فعال در بورس در مدل و با توجه به پایین بودن سطح معنی داری از ۰.۰۵، فرض صفر مبنی بر نبودن رابطه هم انباشتگی میان متغیرها قابل رد است و آزمون بر وجود همگرایی متغیرها گواهی می دهند و متغیرها در بلندمدت هم انباشته بوده و رابطه بلند مدت بین آنها وجود دارد.

۳-۴-نتایج، تجزیه و تحلیل داده ها:**۱-۴-۳-آزمون F**

برای انجام این آزمون با استفاده از نرم افزار آماری EViews پس از اجرای تخمین های مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی، برای مقایسه ی این دو مدل دستور Hausman fixed random را اجرا می کنیم. اگر مقدار P-value به دست آمده حاصل از این دستور کمتر از ۵ درصد بود؛ بدین معنی است که فرض صفر رد می شود، بنابراین از مدل اثرات ثابت استفاده می کنیم، در غیر این صورت مدل بهتر برای تخمین پارامترها، مدل اثرات تصادفی است.

جدول ۳: نتایج انتخاب الگو جهت تخمین مدل (آزمون F)

نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	Prob
F مقید	F	۸.۱۲۱۷۵۷	۰.۰۰۰۰

منبع: یافته های محقق

۲-۴-۳-آزمون هاسمن: انتخاب بین اثرات ثابت یا تصادفی

آماره هاسمن دارای توزیع کای - دو با درجه آزادی برابر تعداد ضرایب تخمین زده شده در مدل می باشد. اگر آماره محاسبه شده در سطح احتمال معین از توزیع کای - دو جدول بزرگتر باشد. در این صورت فرضیه صفر رد می شود.

جدول ۴: نتایج انتخاب الگو جهت تخمین مدل

نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	Prob
آزمون هاسمن	H	۱۲.۱۲۶۲۳۱	۰.۴۳۵۶

منبع: یافته های محقق

بر اساس آزمون F، با احتمال ۹۹٪ نمی توان فرضیه صفر مبنی بر یکسان بودن اثرات انفرادی^۶، را پذیرفت. بنابراین، نتایج روش حداقل مربعات معمولی، اریب دار می باشد و باید روشی را اتخاذ کرد تا اثرات انفرادی ناشی از ناهمگنی متغیرها، لحاظ شود. اما برای انتخاب مدل مناسب از بین دو مدل اثرات ثابت و تصادفی، لازم است آزمون هاسمن انجام پذیرد. نتیجه آزمون هاسمن برای مدل، مدل اثرات تصادفی را مورد تأیید قرار می دهد، که نتایج تخمین در جداول ذیل ارائه شده است.

جدول ۵: نتایج حاصل از تخمین الگو به روش پانل ایستا

متغیر وابسته: قابلیت سرمایه گذاری شرکتها

روش آماری برآوردی: پانل دیتا- اثرات تصادفی - GLS

متغیر	علامت اختصاری	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال	رابطه
عرض از مبدا	C	۱.۶۲۱۴۸۳	۰.۱۶۰۶۴۰	۱۰.۰۹۳۸۷	۰.۰۰۰۰	مثبت
بازده دارایی ها	RETURN	۰.۱۵۰۳۹۵	۰.۰۱۶۲۳۲	۹.۲۶۵۳۷۰	۰.۰۰۰۰	مثبت
تامین مالی داخلی	INTERN	۰.۴۰۸۹۹۵	۰.۰۸۰۰۷۲	۵.۱۰۷۸۵۴	۰.۰۰۰۰	مثبت
تامین مالی داخلی در انسجام مدیریتی	INTERN*ABILITY	۰.۱۱۸۱۸۶	۰.۰۵۲۰۵۱	۲.۲۷۰۵۸۸	۰.۰۲۳۳	مثبت
کیو توبین	Q	۰.۳۱۱۱۴۵	۰.۱۳۰۰۷۱	۲.۳۹۲۱۱۸	۰.۰۳۱۳	مثبت
سود هر سهم	EPS	۰.۰۰۱۸۱۶	۰.۰۰۰۰۹۵۵	۱.۹۰۲۳۳۱	۰.۰۵۷۴	مثبت
جریان های نقدی	CASH	۰.۹۸۷۸۰۸	۰.۱۶۷۵۲۷	۵.۸۹۶۴۲۶	۰.۰۰۰۲	مثبت
مالکیت نهادی	INS	۰.۰۳۷۷۸۶	۰.۰۲۱۶۶۷	۱.۷۴۳۹۱۰	۰.۰۸۱۴	بی معنی
استقلال هیئت مدیره	DUALITY	۰.۹۴۴۵۴۶	۰.۰۱۰۸۳۷	۸۷.۱۶۱۹۵	۰.۰۰۰۰	مثبت
اندازه هیئت مدیره	BRDSIZE	۰.۵۷۱۵۳۵	۰.۱۰۴۳۳۴	۵.۴۷۷۹۵۷	۰.۰۰۰۰	مثبت
اندازه شرکت	SIZE	۰.۵۲۶۵۶۶	۰.۲۳۸۳۴۳	۲.۲۰۹۲۸۱	۰.۰۲۹۵	مثبت
اهرم مالی	LEV	-۱.۷۵۵۳۳۵	۰.۶۴۸۵۵۲	-۲.۷۰۶۵۴۵	۰.۰۰۷۶	منفی
رشد فروش شرکت	GROWTH	۰.۱۵۲۶۴۳	۰.۰۶۵۱۳۰	۲.۳۴۳۶۷۶	۰.۰۱۹۵	مثبت

مشخصات فنی رگرسیون

0.7635			ضریب تعیین
0.7541			ضریب تعیین تعدیل شده
1.98	Durbin-Watson stat	6.759	F-statistic
0.000000			Prob(F-statistic)

۵- نتیجه گیری

توانایی شرکت در مشخص ساختن منابع تامین داخلی و خارجی سازمان در فراهم ساختن سرمایه و تهیه برنامه مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکت محسوب می شود. از این رو هدف این مطالعه بررسی تامین مالی داخلی و قابلیت سرمایه گذاری شرکتهای در بازار سرمایه ایران، در دوره ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ شامل ۱۷۳ شرکت نمونه و ۱۲۱۱ مشاهده از طریق مدل پانل مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند که در این راستا از نرم افزار Excel نسخه ۲۰۱۰، محاسبه و با نرم افزارهای Eviews نسخه ۲۲ استفاده شده است. افزایش در تامین مالی داخلی منجر به افزایش سرمایه گذاری شرکت ها می شود. همچنین متغیرهای کیوتوبین، سود هر سهم، جریان های نقدی، استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، اندازه شرکت و رشد فروش شرکت با افزایش سرمایه گذاری شرکت ها رابطه مثبت دارد و اهرم مالی با سرمایه گذاری شرکت ها رابطه منفی دارد. از منظر کاهش ریسک، اندازه شرکت ها و ارزش بازار مهم است. در صورتی که همه شرایط را ثابت فرض شود، سهام شرکت های بزرگ تر گزینه کم خطرتری برای سرمایه گذاری نسبت به سهام شرکت های کوچک است. اگرچه سهام شرکت های کوچک از پتانسیل رشد بیشتری برخوردارند؛ بنابراین اندازه شرکت و ارزش بازار آن، یکی از عوامل اثرگذار بر کارایی سرمایه گذاری است که هنگام تصمیم گیری در مورد خرید یک سهم حتماً باید به آن توجه کرد. سرمایه گذاری در سهام شرکت های بزرگ معمولاً از ریسک کمتری برخوردار است و مورد توجه بسیاری از سهامدارانی هستند که به دنبال سود مناسب و منطقی می گردند. سهام این شرکت ها از نقدشوندگی خوبی برخوردار است و سرمایه گذاران در سهام این گروه شرکت ها، هنگام فروش و تبدیل به نقد کردن سهام خود با مشکلی جدی روبه رو نخواهند بود. سرمایه گذاری در سهام شرکت های کوچک از ریسک بالایی برخوردار است و به دلیل اینکه سهام این شرکت ها کمتر مورد توجه سهامداران قرار دارد، نقدشوندگی پایینی دارد و ممکن است در صورت لزوم نتوان آن را به سرعت و به قیمت بازار فروخت. با این وجود برخی شرکت ها در این گروه از پتانسیل رشد بسیار بالایی برخوردارند و در صورتی که به درستی مدیریت شوند، می توانند رشد قابل توجهی کنند. گاهی ممکن است این شرکت ها به درستی ارزش گذاری نشوند، یعنی کمتر از ارزش واقعی خود قیمت گذاری شوند که می توانند شانس بزرگی برای سرمایه گذاری باشند.

منابع

۱. بشیری منش، نازنین، مهری کامرود، ملیحه (۱۳۹۷)، تاثیر توانایی مدیریت بر کیفیت افشای اطلاعات با تاکید بر محافظه کاری، پژوهش های کاربردی در گزارشگری مالی، سال هفتم، شماره ۱۲، بهار، صص ۷۱-۹۰.
۲. حساس یگانه، یحیی، شهریار، علیرضا (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۲، صص ۷۷-۹۴.
۳. حسنی القار، مسعود، شعری آناقیز، صابر (۱۳۹۶)، بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر اجتناب مالیاتی، مجله دانش حسابداری، دوره ۸، شماره ۱، پیاپی ۲۸، صص ۱۳۴-۱۰۷.
۴. عبدی، رسول، زینالی، مهدی، تقی زاده حانقاه، وحید (۱۳۹۶)، بررسی تاثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه گذاری، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۹، شماره ۳۵، صص ۱۵۷-۱۸۵.
۵. فرجی، امید، عبدالحسینی، حسام، یونسی مطیع، فاطمه (۱۳۹۸)، تامین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری: نقش تعدیلگر بیش اطمینانی مدیران، هفدهمین همایش ملی حسابداری ایران، مقاله ۱۴۳، صص ۹۹-۱۲۰.
۶. فروغ نژاد، حیدر، مرادی جز، محسن، حیدری، حسین (۱۳۹۵)، نقدشنودگی سهام، کارایی سرمایه گذاری و عملکرد شرکت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی و پژوهشی دانش سرمایه گذاری، شماره ۵، صص ۱۷۹-۱۹۶.
۷. فرید، داریوش، قدک فروشان، مریم (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر نوع تامین مالی بر کارایی سرمایه گذاری با تاکید بر ارزش شرکت، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال ۷، شماره ۲۸، صص ۱۰۳-۱۲۶.
۸. مجتهدزاده، ویدا، سلیمانی، غلامرضا، علوی طبری، سید حسین (۱۳۸۸)، رابطه کیفیت سود و سود تقسیمی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۲، صص ۴۳-۵۸.
9. Harpera , Joel, Johnsonb, Grace, Sun, Li (2020), Stock price crash risk and CEO power: Firm-level analysis, Contents lists available at ScienceDirect Research in International Business and Finance, Volume 51, January 2020, 101094.
10. Hea, Ying, Cindy Chenb, Yue Hua(2018), Managerial overconfidence, internal financing, and investment, Research in International Business and Finance 47 ,Pp 501-510.
11. Leen et al. (2013).”Corporate Governance, Auditor Choice and Auditor Switch Evidence from China” A thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy, Hong Kong Baptist University.
12. Raoa , Lanlan , Zhou, Liyun (2019), Crash risk, institutional investors and stock returns, Contents lists available at ScienceDirect North American Journal of Economics and Finance, Volume 50, November 2019, 100987.