

مطالعه تأثیر محدودیت‌های مالی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هزینه تأمین مالی

نادر عزیزی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد کنگاور، دانشگاه آزاد اسلامی، کنگاور، ایران.
naderazizi.888@gmail.com

چکیده

با وجود بحران‌های مالی، مسأله تأمین مالی شرکت‌ها به یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی تبدیل شد. محیط اقتصادی متلاطم و متغیر شرکت‌ها که جهانی شدن بازارها، تغییر نیازهای مشتریان و افزایش رقابت در بازار محصولات مشخصه اصلی آن است، شرکت‌ها را مجبور کرد به‌طور دائم در پی بهبود عملکردشان باشند. هدف این پژوهش مطالعه تأثیر محدودیت‌های مالی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هزینه تأمین مالی است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه مورد مطالعه، شامل ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ است. روش پژوهش توصیفی و از نظر ارتباط بین متغیرها ترکیبی از همبستگی است و از نظر هدف کاربردی است. برای پردازش و آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیونی و داده‌های تابلویی و همچنین مدل اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه نشان داد که محدودیت‌های مالی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هزینه تأمین مالی تأثیر مثبت و معناداری دارد. با توجه به نتایج پژوهش به تحلیل‌گران اطلاعات مالی و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود، که در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و ارزیابی بازار سهام به هزینه تأمین مالی شرکت‌ها و همچنین به نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و تأثیر آن بر بازده سهام توجه خاصی داشته باشند.

واژگان کلیدی: محدودیت‌های مالی، هزینه تأمین مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری.

مقدمه

شرکت‌ها برای فعالیت‌ها و برنامه‌های‌شان به منابع مالی کافی نیاز دارند (ثقفی و معتمدی فاضل، ۱۳۹۱). فرصت‌های سرمایه‌گذاری در دسترس شرکت‌ها، بخش مهمی از ارزش یک شرکت را تشکیل می‌دهند. نفوذ و گسترش شرکت‌های جوانی که در عرصه‌ی تکنولوژی اطلاعات به منصفه ظهور رسیده‌اند و نیز شرایط اقتصاد جهانی، علایق فراوانی را در مورد درک نقش چنین فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برانگیخته است. مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت به‌طور عمیق بر شیوه نگرش مدیران، مالکان، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به شرکت تأثیر می‌گذارد (کالاپور و ترومبلی، ۲۰۰۱). سرمایه‌گذاران همواره به دنبال استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری و کسب بازده بیشتر هستند و مدیران نیز در جهت موفقیت شرکت و افزایش ثروت سهامداران اقدام به تخصیص صحیح منابع و اخذ تصمیم‌های مناسب در این راستا می‌نمایند. لذا یافتن راهی برای آگاهی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب و جلوگیری از هدر

¹ Kallapur & Trombley

رفتن منابع همواره مورد علاقه‌ی گروه‌های ذی‌نفع (همچون سرمایه‌گذاران و مدیران و ...) می‌باشد. یافتن معیاری که بتوان با استفاده از آن عملکرد شرکت‌ها را ارزیابی نمود و به این ترتیب با اخذ تصمیم مناسب از به هدر رفتن منابع و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب جلوگیری نمود، بسیار مفید خواهد بود (لشگری و حقیقت شهرستانی، ۱۳۹۵).

بحث محدودیت‌های مالی یکی از موضوع‌های مهم و اساسی پیش روی تمام شرکت‌ها می‌باشد. سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها، همواره به‌عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی، مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، از اهمیت فراوانی برخوردار گردد (هوبارد^۱، ۱۹۸۸). فرایند تأمین مالی و ترکیب بهینه ساختار تأمین مالی و اخذ تصمیم در مورد سرمایه‌گذاری منابع بدست آمده در بخش‌های مختلف دارایی‌ها از جمله مسائل با اهمیت در حوزه تصمیم‌گیری مدیریت می‌باشد. اما اتخاذ تصمیم‌های بهینه در زمینه سرمایه‌گذاری و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور تنها تحت شرایطی امکان‌پذیر بوده و از جمله مهم‌ترین آن‌ها دستیابی به منابع مالی کافی است. مودیلیانی و میلر^۲ (۱۹۵۸) اشاره نموده‌اند که در یک بازار کارا، میزان و نوع سرمایه‌گذاری واحدهای تجاری، مستقل از ساختار مالی و میزان نقدینگی آن‌هاست. اما واقعیت این است بازار سرمایه در عمل نمی‌تواند به صورت کاملاً کارا عمل کند. نا کارایی در بازارهای سرمایه منجر به فزونی هزینه کسب منابع خارجی بر منابع داخلی و به وجود آمدن محدودیت مالی برای بنگاه‌ها شده و بنابراین مطابق با این تئوری در صورت ناکامل بودن بازارهای سرمایه تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تحت تاثیر محدودیت‌های مالی قرار می‌گیرد. در حقیقت یک بنگاه محدود، بنگاهی است که هزینه بالا یا عدم دسترسی به تأمین مالی خارجی آن را از اتخاذ یک تصمیم بهینه سرمایه‌گذاری باز دارد در صورتی که اگر منابع داخلی کافی موجود می‌بود، می‌توانست از آن فرصت سرمایه‌گذاری استفاده کند (بهادوری^۳، ۲۰۰۵). با توجه به موارد بیان شده مسأله اصلی پژوهش حاضر این است که تا چه اندازه محدودیت مالی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هزینه تأمین مالی تأثیرگذار است؟

مبانی نظری پژوهش

نظری محدودیت مالی

برای تقسیم‌بندی شرکت‌ها از نظر محدودیت‌های تأمین مالی، ابتدا باید محدودیت‌های مالی را تعریف نمود. کامل‌ترین و صریح‌ترین تعریف در این مورد، این است که شرکت‌ها زمانی در محدوده تأمین مالی هستند که بین هزینه‌های داخلی و هزینه‌های خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف روبه رو می‌شوند. طبق نظریه میلر-مودیلیانی^۴ در شرایط وجود بازار سرمایه کامل تفاوتی در هزینه تأمین مالی از منابع داخلی یا خارجی شرکت وجود ندارد. در چنین حالتی، شرکت‌ها می‌توانند بدون هیچ مشکلی، با نرخ هزینه سرمایه مشخص، به تأمین منابع مالی لازم از طریق بازار سرمایه اقدام نمایند (مودیلیانی و میلر، ۱۹۵۸).

محدودیت‌های مالی به دو دسته محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی تقسیم می‌شوند؛ محدودیت‌های مالی داخلی محدودیت‌هایی هستند که در ارتباط با منابع داخل واحد تجاری مطرح بوده و می‌توان تحت عنوان نظریه نمایندگی مطرح کرد (کریمی و صادقی، ۱۳۸۸). نظریه هزینه نمایندگی^۵ در سال ۱۹۷۶ توسط جنسن و مک‌کلینگ^۶ ارائه شد؛ ایشان

¹ Hubbard

² Modigliani & Miller

³ Bhaduri

⁴ Miller & Modigliani

⁵ Agency Costs Theory

⁶ Jensen & Meckling

معتقدند که وام‌دهندگان در قراردادهای بدهی محدودیت‌های خاصی را از قبیل حفظ سطح معینی از سرمایه در گردش، عدم تحصیل دارایی‌های جدید، عدم سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تجاری جدید و غیر مرتبط با تجارت فعلی و عدم پرداخت سود سهام، برای وام‌گیرندگان قائل می‌شوند. همچنین صنایعی که از فرصت‌های رشد اندک یا منفی، اما در عین حال از جریان نقدی آزاد بیشتر برخوردارند، انتظار می‌رود بدهی زیاد داشته باشند. دارا بودن جریان نقدی آزاد زیاد بدون برخوردارگی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب، سبب می‌گردد مدیران در استفاده از مزایا، زیاده‌روی نموده، در راستای تأمین منافع و اهداف شخصی برآمده و حتی به زیردستان خود حقوق و مزایای بیش از اندازه پرداخت کنند. در نتیجه، افزایش سطح بدهی در ساختار سرمایه، میزان جریان نقدی آزاد را کاهش داده و مالکیت مدیران در حقوق مالکانه نهایی شرکت را افزایش می‌دهد (باقرزاده، ۱۳۸۲).

محدودیت‌های مالی خارجی محدودیت‌هایی هستند که در ارتباط با منابع مالی خارج از واحد تجاری بوده و از طریق انتشار سهام، اوراق قرضه و سایر اوراق بهادار حاصل می‌شوند. این محدودیت را می‌توان بر طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی مطرح کرد (کریمی و صادقی، ۱۳۸۸). طبق مفهوم نظریه عدم تقارن اطلاعاتی^۱ مدیران درباره جریان نقدی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و به‌طور کلی چشم‌انداز آتی و ارزش واقعی شرکت، اطلاعاتی بیش از اطلاعات سرمایه‌گذاران برون سازمانی در اختیار دارند. به‌عنوان مثال؛ مایرز و ماجلوف^۲ (۱۹۸۴) چنین عنوان می‌نمایند که اگر سرمایه‌گذاران درباره ارزش واقعی شرکت اطلاعات کمتری داشته باشند، در چنین شرایطی ممکن است سهام شرکت را درست قیمت‌گذاری نکنند. اگر شرکت ناگزیر باشد پروژه‌های جدید خود را از محل انتشار سهام تأمین مالی کند، ممکن است قیمت‌گذاری کمتر از واقع بازار، به حدی شدید باشد که سرمایه‌گذاران جدید ارزشی بیش از ارزش فعلی خالص پروژه جدید به دست آورند و در نتیجه، سهامداران فعلی زیان ببینند. بنابراین در چنین موقعیتی شرکت ناگزیر می‌شود از قبول و اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلی خالص مثبت چشم‌پوشی کند. در چنین شرایطی شرکت‌ها، ترجیح می‌دهند پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را از محل منابع داخل شرکت تأمین مالی کنند. بدین ترتیب از انتشار سهام خودداری نموده و میزان استقراض آن‌ها را از تفاضل بین سرمایه‌گذاری مطلوب و میزان سود انباشته یا اندوخته‌ها تعیین می‌کند. اما در صورت عدم تکافوی منابع داخلی، برای اجتناب از رد فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند، شرکت می‌تواند پروژه جدید را از محل اوراق بهاداری که احتمال قیمت‌گذاری کمتر از واقع آن در بازار کمتر است، تأمین مالی کند.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری

بیان فرآیند سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. در این حالت فعالیت‌های مربوط به فرآیند تصمیم‌گیری تجزیه شده و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه‌گذاری که بر روی تصمیم‌گیری آن‌ها تأثیر می‌گذارد مورد بررسی قرار می‌گیرد. به‌طور کلی سرمایه‌گذاری به‌عنوان فرآیند تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شد، تعریف می‌شود. سرمایه‌گذار مستلزم مطالعه فرآیند سرمایه‌گذاری و مدیریت ثروت سهامداران است و فرآیند سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری است. اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه‌ای است که آن را یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه کرده است؛ اما باید به یاد داشت که به همان میزان که توجه به این امر می‌تواند باعث شود اقتصاد رشد یابد و شکوفا شود، توجه نکردن به آن می‌تواند موجب شود افت اقتصادی پیش آید؛ بنابراین باید گفت که رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی، در بلندمدت، بدون توجه به

¹ Asymmetric information Theory

² Myers & Majluf

سرمایه‌گذاری و عوامل مهم مؤثر موجود در محیط آن ممکن نیست. مطالعه‌ی دقیق تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه‌گذاران می‌تواند از یک طرف موجب شود حجم نقدینگی‌های سرگردان و تورم کاهش یافته، اشتغال افزایش یابد و از طرف دیگر، باعث شود مدیریت بهتر شده، ثروت سرمایه‌گذاران افزون گردد. همه مردم به نوعی دارای ثروتی هستند که ناشی از ارائه خدمات آنان در بازار کار است. اغلب مردم در بیشتر مواقع تصمیم‌گیری‌هایی را در خصوص سرمایه‌گذاری در زندگی خود انجام می‌دهند. برای مثال برخی از کارگزاران راجع به اینکه آیا وجوه مربوط به بازنشستگی خود را در سهام سرمایه‌گذاری کنند یا در اوراق قرضه، تصمیم‌هایی را اتخاذ کنند. برخی دیگر از افراد به دنبال حداکثر کردن بازده پس انداز خود از طریق سرمایه‌گذاری در گزینه‌های دیگر هستند. یکی از تحولاتی که از سال ۱۹۹۰ در زندگی مردم بیشتر به چشم می‌خورد شرکت مردم در طرح‌های بازنشستگی است که مردم برای اینکه مبالغی را برای دوران بازنشستگی پس انداز کنند تصمیم‌گیری‌های را در خصوص سرمایه‌گذاری انجام می‌دهند (جعفری، ۱۳۸۷).

هزینه تأمین مالی

تأمین مالی، هنر و علم مدیریت وجه نقد است. هدف از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب‌وکار بنگاه، از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی گردیده و منبع مهمی برای تأمین مالی فعالیت‌های عملیاتی بنگاه در آینده است. 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 (غنی‌زاده و بارانی، ۱۳۹۳).

همان‌گونه که اشاره شد، ساختار سرمایه شرکت تحت تأثیر عوامل داخلی و خارجی متعددی می‌باشد، عوامل داخلی، آن عواملی است که از داخل شرکت بر تصمیم‌های ساختار سرمایه تأثیرگذار می‌باشد و عوامل خارجی آن دسته عوامل است که از محیط بیرونی بر تصمیم‌های ساختار سرمایه تأثیرگذار می‌باشند. تأمین مالی مورد نیاز جهت انجام طرح‌های آتی شرکت و یا به منظور اصلاح ساختار مالی شرکت می‌تواند از محل بدهی‌ها و یا حقوق صاحبان سهام باشد. استفاده بیش از حد از حقوق صاحبان سهام باعث افزایش بازدهی مورد انتظار سهامداران شده و هزینه تأمین مالی شرکت‌ها را افزایش می‌دهند. از طرفی استفاده بیش از حد از بدهی‌ها در انواع کوتاه‌مدت یا بلندمدت می‌تواند باعث افزایش ریسک مالی شرکت و کاهش قدرت انعطاف‌پذیری مالی آن گردد (کریمی و همکاران، ۱۳۹۲).

آنچه در استفاده از انواع ابزارهای مالی می‌بایست مورد توجه قرار گیرد رعایت اصل تطابق است. در اجرای این طرح بایستی برای تحصیل دارایی کوتاه‌مدت که به‌طور معمول نرخ بازدهی کمتری نیز دارد از منابع مالی کوتاه‌مدت و برای تحصیل دارایی‌های بلندمدت که ماندگاری بیشتری دارند و نرخ بازدهی آن‌ها نیز بالاتر است از منابع مالی بلندمدت استفاده کنند. استفاده از منابع مالی کوتاه‌مدت برای دارایی‌های بلندمدت به علت سررسید شدن این منابع منجر به افزایش ریسک شرکت می‌شود.

همچنین اگر شرکت از منابع بلند مدت به منظور اجرای طرح‌های کوتاه‌مدت استفاده نماید با توجه به نرخ بهره وام‌های بلندمدت و نرخ بازدهی طرح‌ها می‌توان انتظار داشت که هزینه مالی شرکت افزایش یابد. شرکت همواره با توجه به شرایط، منابع اخذ شده و محل مصرف این منابع اقدام به اصلاح ساختار مالی خود و جایگزینی این منابع با یکدیگر می‌نماید. جایگزینی حقوق صاحبان سهام با بدهی‌ها به‌طور عمده به منظور کاهش ریسک شرکت و افزایش نسبت

مالکانه صورت می‌گیرد. با این توضیح در ادامه به بررسی ویژگی‌های اوراق بهادار عادی که بر انتخاب ترکیب ساختار سرمایه شرکت مؤثرند توجه شود (مشیری و محمدی، ۱۳۹۱).

پیشینه پژوهش

اخگر و زاهد دوست (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی هزینه سرمایه، گردش مدیرعامل و فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرداختند و یافته‌های پژوهش در مدل کیوتوین نشان می‌دهد که بین هزینه سرمایه و گردش مدیرعامل شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد بدین معنا که هزینه سرمایه قدرت توضیح‌دهندگی جایگزینی مدیرعامل شرکت را دارد و جایگزینی مدیرعامل تحت تأثیر هزینه سرمایه بالا می‌باشد. همچنین نشان داده شده است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری باعث تشدید رابطه بین هزینه سرمایه و گردش مدیرعامل شرکت می‌شود. اما در مدل نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی‌ها، اثری از وجود رابطه بین هزینه سرمایه و گردش مدیرعامل شرکت یافت نشد.

ایمانی (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی مالکیت نهادی و فرصت سرمایه‌گذاری و سودآوری بر ارزش شرکت پرداختند و نتایج نشان داد بین درصد سهامداران نهادی و میزان سود تقسیمی رابطه مثبت معناداری وجود دارد. علاوه بر آن متغیرهای کنترلی اهرم مالی، اندازه، نسبت بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام دارای رابطه مثبت و معنادار می‌باشد. وفایی‌پور و قاسمی (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی ارائه مدلی مبتنی بر بحران مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تأثیر آن بر کیفیت حسابرسی پرداختند و نتایج حاصل از آزمون فرضیات پژوهش نشان داد که بحران مالی بر کیفیت حسابرسی تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. همچنین بین فرصت سرمایه‌گذاری و کیفیت حسابرسی تأثیر منفی و معنی‌دار وجود دارد. مظفری و مطلبیان (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی نقش تعدیل‌کنندگی رقابت در بازار محصول بر رابطه فرصت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه‌گذاری بهینه پرداختند و نتایج پژوهش بیانگر این است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ناکارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد. همچنین فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. دیگر یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که رقابت در بازار محصول بر تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ناکارایی و کارایی سرمایه‌گذاری نقش تعدیل‌کنندگی مثبت دارد.

یانگ یانگ چن و همکاران^۱ (۲۰۲۱)، در پژوهشی به بررسی تأمین مالی شرکت برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری در دنیایی از مالکیت متقابل نهادی پرداختند و وجود مالکین متقابل نهادی، تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت را تسهیل می‌کند، مطابق با مالکین بین‌المللی نهادهای، نگرانی‌های انتخاب نامطلوب کسانی را که برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأمین می‌کنند، کاهش می‌دهد و حضور مالکان بین‌المللی نهادی به‌طور قابل ملاحظه‌ای انتخاب نامطلوب را کاهش می‌دهد و در نتیجه تأثیر مثبت بیشتری بر تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری خواهد داشت. همچنین نتایج مشخص کرده اس که نسبت به مالکان متقابل نهادی گذرا، مالکان متقابل نهادی اختصاص یافته، تأمین مالی بیشتر فرصت‌های سرمایه‌گذاری را تسهیل می‌کنند و مالکان متقابل نهادی تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را برای شرکت‌هایی که وابستگی بیشتری به تأمین مالی خارجی دارند، آنها که دارای محیط گزارشگری مالی مبهم هستند و کسانی که رقابت بیشتری در بازار محصولات دارند، تسهیل می‌کنند.

هی و رن^۲ (۲۰۱۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج مطالعات آنها نشان داد که محدودیت در تأمین مالی با سقوط قیمت سهام در دوره آتی مرتبط است. همچنین آنها برای دستیابی به نتایج قوی‌تر، عواملی همچون اقلام تعهدی اختیاری و اجتناب مالیاتی را بررسی کردند. نتایج آنها نشان داد که تأثیر

¹ Yangyang Chen |& et al

² He & Ren

محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با اقلام تعهدی اختیاری بالا بیشتر است. همچنین شرکت‌هایی که اجتناب مالیاتی داشتند، در دوره آتی با سقوط قیمت سهام مواجه می‌شوند. فلیچر^۱ (۲۰۱۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های سهام بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و بازده سهام پرداخت و نشان داد که ویژگی‌های سهام و مدل‌های عاملی هر دو موجب تغییر مثبت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود که بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و سید سهام نیز مؤثر است. شاه‌تیموری^۲ (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی سیاست پرداخت سود تقسیمی، مجموعه فرصت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت پرداخت و به این نتیجه دست یافتند که مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سررسید بدهی عواملی هستند که به‌طور قابل توجهی بر سیاست پرداخت سود تقسیمی شرکت‌های نمونه تأثیر دارد. علاوه بر این، قابلیت سودآوری و ریسک نقش مهمی را در تعیین سیاست سود تقسیمی در بخش محصولات صنعتی مالزی ایفا می‌کند.

فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه و همچنین به‌منظور دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه ذیل ارائه می‌گردد. فرضیه: محدودیت مالی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هزینه تأمین مالی تأثیر معناداری دارند. الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چند متغیره است. بنابراین، مدل زیر برای انجام آزمون فرضیه انتخاب شده است: معادله (۱).

$$FR_{it} = \beta_0 \pm \beta_1 KZ_{it} \pm \beta_2 IO_{it} \pm \beta_3 KZ_{it} * IO_{it} \pm \beta_4 SIZE_{it} \pm \beta_5 LEV_{it} \pm \varepsilon_{it}$$

که در معادله فوق به ترتیب:

FR شاخص هزینه تأمین مالی شرکت i در سال t ؛

IO شاخص فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t ؛

KZ شاخص محدودیت مالی شرکت i در سال t ؛

SIZE شاخص اندازه شرکت i در سال t ؛

LEV شاخص اهرم مالی شرکت i در سال t ؛

نحوه اندازه‌گیری متغیرها به‌شرح زیر است:

محدودیت مالی

برای تشخیص شرکت‌هایی که در تأمین مالی محدودیت دارند، از شاخص محدودیت در تأمین مالی KZ استفاده می‌شود. بر این اساس، شرکت‌هایی که از این شاخص بیشترین مقدار را داشته باشند، شرکت‌هایی با بیشترین محدودیت در تأمین مالی شناخته می‌شوند (آلمیدا و کامپلو، ۲۰۰۲). که از رابطه زیر استفاده محاسبه می‌گردد: رابطه (۱).

$$KZ = -1/002 * CFO + 0/383 * Q\text{-tobin} + 3/139 * LEV - 39/368 * Div - 1/315 * C$$

که در آن:

KZ: محدودیت در تأمین مالی؛

CFO: جریان وجوه نقد به‌دست آمده از عملیات؛

¹ Fletcher

² Shahteimoori

Q-tobin: نسبت کیوتوبین؛

LEV: نسبت اهرمی؛

DIV: سود سهام پرداختی؛

C: موجودی نقد؛

براساس شاخص KZ بالا، شرکت‌هایی که از یک سو جریان‌های نقدی، سود تقسیمی و مانده وجه نقد کمتری دارند و از سوی دیگر، کیوتوبین و نسبت اهرمی بزرگ‌تری به‌دست آورده‌اند، بالاترین KZ و در نتیجه بیشترین محدودیت را در تأمین مالی دارند.

روش استفاده از این شاخص به این ترتیب است؛ ابتدا مقادیر واقعی در معادله شاخص KZ جایگزین می‌شود و مقدار KZ به‌دست می‌آید. با مرتب کردن مقادیر از کوچک‌ترین (پنجک اول) به بزرگ‌ترین (پنجک آخر)، می‌توان شرکت‌هایی که محدودیت تأمین مالی دارند را تعیین کرد (مطابق جدول ۱). همان‌طور که جدول (۱) نشان می‌دهد، در این پژوهش برای تشخیص شرکت‌هایی که در تأمین مالی محدودیت دارند، از روش ایجاد متغیرهای مصنوعی (دو ارزشی) استفاده می‌شود (گئورگ و همکاران^۲، ۲۰۱۴).

جدول (۱): روش تمییز شرکت‌های محدود در تأمین مالی

پنجک اول	پنجک دوم	پنجک سوم	پنجک چهارم	پنجک پنجم	احتمال محدودیت در تأمین مالی شرکت‌های نمونه
۰ تا ۲۰٪	۲۰٪ تا ۴۰٪	۴۰٪ تا ۶۰٪	۶۰٪ تا ۸۰٪	۸۰٪ تا ۱۰۰٪	
شرکت‌هایی که در این پژوهش از لحاظ تأمین مالی محدودیت دارند.					
			*	*	

فرصت‌های سرمایه‌گذاری

به وسیله نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. در این رابطه ارزش بازار دارایی‌ها به‌صورت زیر محاسبه شده است: (اکبری و همکاران، ۱۳۹۶).

رابطه (۲).

ارزش بازار دارایی‌ها = جمع ارزش بازار سهام + (جمع ارزش دفتری سهام - جمع ارزش دفتری دارایی‌ها)
جمع ارزش دفتری دارایی‌ها = جمع ارزش دفتری دارایی‌ها در تاریخ ترازنامه.

هزینه تأمین مالی

از تقسیم هزینه‌های مالی بر بدهی‌های بلندمدت بدست می‌آید (فلیچر، ۲۰۱۹).

روش شناسی پژوهش

با توجه به این که داده‌ها مربوط به اطلاعات شرکت‌های واقعی بوده و نتایج آن می‌تواند راه‌گشای تصمیم‌های فعالان بازار سرمایه قرار گیرد از این رو پژوهش کاربردی محسوب می‌گردد. از طرف دیگر به دلیل این که رابطه علی و معلولی بین متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش مورد بررسی قرار خواهد گرفت، لذا از لحاظ انجام، علی پس از وقوع است. از لحاظ نحوه اجرا توصیفی و از لحاظ ارتباط بین متغیرها از نوع همبستگی است. و از نوع جمع‌آوری داده‌ها از نوع پژوهش

¹ Q-Tobin

² Georg & et al

های کمی و از لحاظ زمان اجرا گذشته‌نگر و همچنین منطق اجرا استقرایی می باشد. به‌طور کلی اطلاعات و داده‌های این پژوهش با استفاده از دو روش کتابخانه‌ای و اسناد سازمانی گردآوری شده است.

مطالعه کتابخانه‌ای: یکی از اساسی‌ترین مراحل در جمع‌آوری اطلاعات پژوهش، گردآوری مطلب از طریق مطالعات کتابخانه‌ای است. از طریق این ابزار برای شناخت مبانی نظری، دستیابی به نتایج پژوهش‌های در گذشته و ادبیات پژوهش استفاده شده است. در این رابطه، به منابع قابل دسترس در زمینه کمیته حسابرسی، بیش‌اطمینانی مدیریتی و ریسک سیستماتیک و از طریق کتاب‌ها، مجلات و سایت‌های اینترنتی مراجعه شده است.

روش میدانی: داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از اسناد و مدارک موجود در وبگاه سازمان بورس، کدال، ره‌آورد نوین به صورت سالانه استخراج شده است.

جامعه پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ که بالغ بر ۵۳۵ شرکت است، در نظر گرفته شده است. در این پژوهش از حذف سیستماتیک جهت انتخاب نمونه‌ها استفاده شده است.

جدول (۲): چگونگی انتخاب شرکت‌های مورد مطالعه پژوهش

تعداد	شرح	
۵۳۵	اعضای جامعه آماری در پایان سال ۱۳۹۸	جمع کل
۸۴	سال مالی آن‌ها پایان اسفند ماه هر سال نباشد.	فیلتر ۱
۶۰	شرکت‌هایی که جزء صنعت سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و واسطه‌گرهای مالی طبقه‌بندی می‌شوند.	فیلتر ۲
۵۵	شرکت‌هایی که در دوره پژوهش سال مالی را تغییر داده باشند	فیلتر ۳
۷۹	شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها کامل در دسترس نباشند.	فیلتر ۴
۱۲۴	توقف معاملاتی داشته باشند (۶ ماهه)	فیلتر ۵
(۴۰۲)	جمع شرکت‌های حذف شده از جامعه آماری	کل فیلتر
۱۳۳	جمع شرکت‌های تحت مطالعه	مانده

با توجه به محدودیت‌ها ۱۳۳ شرکت به عنوان نمونه‌ی پژوهش مورد استفاده قرار گرفتند.

به‌طور کلی اطلاعات و داده‌های این پژوهش با استفاده از دو روش کتابخانه‌ای و اسناد سازمانی گردآوری شده است.

یافته‌های پژوهش

توصیف اطلاعات گردآوری شده یکی از فرآیندهای پژوهش در بخش تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش است که گزارش آن‌ها در پژوهش، مهم است. داده‌های پژوهش با استفاده از منابع اطلاعاتی دست دوم گردآوری و دسته‌بندی شده است. توصیف اطلاعات و داده‌های آماری با توجه به مقیاس‌های اندازه‌گیری انتخاب می‌گردد. بنابراین در این بخش در مورد ویژگی‌های نمونه آماری و شاخص‌های مربوط به صورت‌های مالی اعضای نمونه آماری بحث و بررسی صورت گرفته است که در ادامه به آن‌ها در دو بخش جداگانه پرداخته شده است.

جدول (۳): شاخص‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

متغیرهای پژوهش	نماد	تعداد سال - شرکت	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه
محدودیت مالی	KZ	۶۶۵	۱۴/۳۵	۱۴/۲۸	۲/۱۸۹	۳۸/۱۳	۲/۱۲۷
هزینه تأمین مالی	FR	۶۶۵	۰/۷۸۴	۰/۶۷۸	۱/۱۰۵	۰/۸۳۶	۰/۰۱۱
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	IO	۶۶۵	۱/۴۳۷	۱/۴۱۳	۲/۱۳۷	۴/۵۹۹	۰/۴۸۱

۵/۹۱۵	۱۲/۴۵	۲/۳۶۲	۱۰/۴۶	۱۰/۵۰	۶۶۵	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۵۶	۰/۶۲۲	۰/۱۷۰	۰/۳۸۴	۰/۲۹۹	۶۶۵	CS	اهرم مالی

در مطالعه حاضر روش برآورد مدل براساس داده‌های تابلویی است. این روش تلفیقی از اطلاعات سری زمانی (۱۳۹۴-۱۳۹۸) و داده‌های مقطعی ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار) می‌باشد. تمامی ارقام محاسبه شده برای هر یک از متغیرهای مدل بر حسب میلیون ریال می‌باشد. برنامه‌ی نرم‌افزاری مورد استفاده در این پژوهش، برنامه نرم‌افزاری ایویوز ۹ می‌باشد. مدل‌های برآورد شده با توجه به فرضیه‌های ارائه شده به صورت مدل رگرسیون چند متغیره ارائه شده‌اند. نتایج حاصل از آزمون به شرح جدول (۴) زیر می‌باشد:

جدول (۴): نتایج آزمون فرضیه

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	Prob.
مقدار ثابت	C	۰/۹۱۳	۰/۲۸۴	۳/۲۰۸	۰/۰۰۰
محدودیت‌های مالی	β_1 (KZ)	۰/۵۷۴	۰/۱۶۷	۳/۴۳۴	۰/۰۰۵۹
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	β_2 (IO)	۰/۷۹۳	۰/۳۱۰	۲/۵۵۲	۰/۰۰۲۰
محدودیت مالی*فرصت‌های سرمایه‌گذاری	β_3 (KZ*IO)	۰/۴۰۹	۰/۱۱۳	۳/۶۰۲	۰/۰۰۸۳
اندازه شرکت	β_4 (SIZE)	-۰/۱۲۸	۰/۰۴۶	-۲/۷۸۱	۰/۰۰۰۱
اهرم مالی	β_5 (LEV)	۰/۲۵۶	۰/۰۸۵	۳/۰۱۱	۰/۰۰۶۵
آماره F		۱۶/۱۴۲			
سطح معناداری (Prob.)		(۰/۰۰۰)			
آماره دوربین واتسون		۱/۹۱۳			
ضریب تعیین (R ²)		۰/۶۸۹			
ضریب تعیین تعدیل شده (AdjR ²)		۰/۶۵۰			

با توجه به نتایج آزمون مدل پژوهش، سطح معناداری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطا بوده و کل مدل رگرسیونی معنادار است. آماره دوربین واتسون (۱/۹۱۳) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. با توجه به پایین بودن سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_3 نتایج آزمون نشان می‌دهد محدودیت‌های مالی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هزینه تأمین مالی تأثیر مثبت و معناداری دارد. بنابراین H_0 پژوهش را می‌توان در سطح خطای ۵ درصد رد کرد. همچنین سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_4 نتایج آزمون نشان می‌دهد متغیر کنترلی اندازه شرکت با هزینه تأمین مالی رابطه منفی و معناداری دارد و سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_5 نتایج آزمون نشان می‌دهد متغیر کنترلی اهرم مالی با هزینه تأمین مالی رابطه مثبت و معناداری دارد. ضریب تعیین و ضریب تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته‌اند ۶۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

نتیجه‌گیری کلی

هدف پژوهش حاضر مطالعه تأثیر محدودیت‌های مالی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هزینه تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۸ است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه نشان داد که محدودیت‌های مالی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هزینه تأمین مالی تأثیر مثبت و معناداری دارد. در تبیین این نتیجه می‌توان بیان نمود که در یک بازار کارا، میزان و نوع سرمایه‌گذاری واحدهای تجاری، مستقل از ساختار مالی و میزان نقدینگی آن‌هاست. اما واقعیت این است بازار سرمایه در عمل نمی‌تواند به صورت

کاملاً کارا عمل کند. ناکارایی در بازارهای سرمایه منجر به فزونی هزینه کسب منابع خارجی بر منابع داخلی و به وجود آمدن محدودیت مالی برای بنگاه‌ها شده و بنابراین مطابق با این تئوری در صورت ناکامل بودن بازارهای سرمایه تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تحت تأثیر محدودیت‌های مالی قرار می‌گیرد. در حقیقت یک بنگاه محدود، بنگاهی است که هزینه بالا یا عدم دسترسی به تأمین مالی خارجی آن را از اتخاذ یک تصمیم بهینه سرمایه‌گذاری باز دارد در صورتی که اگر منابع داخلی کافی موجود می‌بود، می‌توانست از آن فرصت سرمایه‌گذاری استفاده کند که نتیجه آن تأثیر مستقیم محدودیت مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هزینه تأمین مالی است. با توجه به نتایج فرضیه پژوهش به تحلیل‌گران اطلاعات مالی و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود، که در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و ارزیابی بازار سهام به هزینه مالی شرکت‌ها و همچنین به نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و تأثیر آن بر بازده مازاد سهام توجه خاصی داشته باشند. نظر به اینکه داده‌ها در یک دوره زمانی ۵ ساله جمع‌آوری شده و در این دوره زمانی ارزش زمانی پول تغییر کرده و چون داده‌ها در این پژوهش از بابت تورم تعدیل نشده بنابراین در تعمیم نتایج پژوهش بایستی با احتیاط رفتار شود.

منابع

- ✓ اخگر، محمدمامد، زاهد دوست، حمزه، (۱۳۹۹)، هزینه سرمایه، گردش مدیرعامل و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۷، شماره ۶۷، صص ۱۲۵-۱۵۲.
- ✓ اشرف‌زاده، سیدحمیدرضا، مهرگان، نادر، (۱۳۸۷)، اقتصادسنجی پانل دیتا، انتشارات دانشگاه تهران.
- ✓ اکبری، محسن، قلیزاده، محمدحسین، فرخنده، مهسا، (۱۳۹۶)، بررسی نقش تعدیل‌گر درصد مدیران غیرمؤلف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی، فصلنامه حسابداری و منافع اجتماعی، دوره هفتم، شماره ۲، صص ۸۸-۱۰۳.
- ✓ ایمانی، منصور، (۱۳۹۹)، مالکیت نهادی و فرصت سرمایه‌گذاری و سودآوری بر ارزش شرکت، فصلنامه پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری، شماره ۳۸، صص ۲۳۳-۲۶۰.
- ✓ باقرزاده، سعید، (۱۳۸۲)، تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی، شماره ۱۶، صص ۲۳-۴۷.
- ✓ ثقفی، علی، معتمدی فاضل، مجید، (۱۳۹۱)، رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۴، صص ۱-۱۴.
- ✓ جعفری، احسان، (۱۳۸۷)، بررسی ارتباط جریان‌های نقدی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخص بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۵، شماره ۲، صص ۲۰۱-۲۱۴.
- ✓ غنی‌زاده، بهرام، بارانی، زینب، (۱۳۹۳)، روش‌های تأمین مالی در بنگاه‌های اقتصادی، فصلنامه حسابدار رسمی، صص ۵۹-۶۹.
- ✓ کرمی، محمدجواد، امیری‌نیا، مریم، قائد رحمتی، نیلوفر، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه‌ی بین انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه، همایش ملی دستاوردهای نوین در حسابداری و مدیریت.
- ✓ کریمی، فرید، اخلاقی، حسن، رضایی‌مهر، فاطمه، (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۸، صص ۶۰-۷۴.
- ✓ کریمی، فرزاد، صادقی، محسن، (۱۳۹۲)، بررسی محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی و رابطه آن با سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۴، صص ۴۳-۵۸.

- ✓ لشگری، زهرا، حقیقت شهرستانی، مریم، (۱۳۹۵)، ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی، فصلنامه بررسی‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره هشتم، شماره ۳۰، صص ۱۵-۳۵.
- ✓ مشیری، اسماعیل، محمدی، راضیه، (۱۳۹۰)، عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانشگاه الزهراء، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- ✓ مظفری، خدیجه، مطلبیان، مجتبی، (۱۳۹۸)، نقش تعدیل‌کنندگی رقابت در بازار محصول بر رابطه فرصت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه‌گذاری بهینه، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره ۵، شماره ۱، صص ۷۵-۸۹.
- ✓ وفایی‌پور، روح‌اله، قاسمی، مصطفی، (۱۳۹۹)، ارائه مدلی مبتنی بر بحران مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تأثیر آن بر کیفیت حسابرسی، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۴، شماره ۳۱، صص ۱-۱۵.
- ✓ Almeida, H. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- ✓ Bhaduri, S. (2005). Investment, financial constraints and financial liberalization: Some stylized facts from a developing economy, India, *Journal of Asian Economics*, Vol.16, PP: 704-718.
- ✓ Fletcher, J. (2019). Betas V characteristics: Do stock characteristics enhance the investment opportunity set in U.K. stock returns?. *North American Journal of Economics and Finance*, vol 46:114-129.
- ✓ He, G. Ren, H. (2019). Financial Constraints and Future Stock Price Crash Risk. *Coventry, United Kingdom CV4 7AL. SSRN.Com*.
- ✓ Hubbard, R. G. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, Pp. 141-195.
- ✓ Kallapur, S & Trombly, A. (2001). The Investment Opportunity Set ; Determinants consequences and Measurement " *Journal of Managerial Finance* " ; Volume 27 Number 3 PP. 3 - 15.
- ✓ Modigliani ,F. , & Miller ,M. H. (1958). The Cost of Capital ,Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48^{۲۹۷-۲۶۱} , .
- ✓ Shahtemoori. H . (2018). Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia, *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. 3, No. 1, 2013, PP. 123-136 .
- ✓ Yangyang Chena, Qingyuan Li, Jeffrey Ng, & Chong Wang. (2021). Corporate financing of investment opportunities in a world of institutional cross-ownership, *Journal of Corporate Finance* Volume 69, August 2021, 102041.