

## رابطه اعتبار تجاری و سلامت مالی با کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

میر کاظم حسینی سوره<sup>۱</sup>

ایرج مولایی قولنجی\*<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۰۳ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۱۱/۰۳

### چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه اعتبار تجاری و سلامت مالی با کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. این پژوهش از نظر ماهیت و روش توصیفی و از نظر هدف، یک پژوهش کاربردی بوده و از آنجایی که در پژوهش حاضر وضعیت موجود متغیرها با استفاده از جمع آوری اطلاعات، از طریق اطلاعات گذشته مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، در ردیف مطالعات توصیفی و از نوع پس رویدادی گنجانده می شود. در مسیر انجام این پژوهش، چهار فرضیه تدوین و ۱۱۰ شرکت از طریق نمونه گیری به روش حذف سیستماتیک برای دوره زمانی ۷ ساله بین ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ انتخاب شده و داده های مربوط به متغیرهای پژوهش بعد از گردآوری در نرم افزار اکسل با استفاده از نرم افزار آماری ایویوز مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه نشان داد: بین اعتبار تجاری و سرمایه گذاری بیش از حد رابطه معکوس وجود دارد و بین اعتبار تجاری و سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه مستقیم وجود دارد. همچنین بین سلامت مالی و سرمایه گذاری بیش از حد رابطه مستقیم وجود دارد و بین سلامت مالی و سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه معکوس وجود دارد.

### واژه گان کلیدی

اعتبار تجاری، سلامت مالی، کارایی سرمایه گذاری.

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، سلماس، ایران. ([Hosseinmk2016@gmail.com](mailto:Hosseinmk2016@gmail.com))

۲. گروه حسابداری، واحد سلماس، دانشگاه آزاد اسلامی، سلماس، ایران. (نویسنده مسئول)

## ۱- مقدمه

ادبیات مالی و حقوقی اخیراً ارتباط حقوق اعتباردهندگان در اثربخش بر تصمیمات سرمایه گذاری را با کاهش ریسک پذیری شرکتی (آچاریا و همکاران، ۲۰۱۱) و نوآوری (آچاریا و سویرامانیان، ۲۰۰۹) نشان داده است. این تأثیر منفی این امکان را رد نمی کند که اگر حقوق اعتباردهنده قوی باشد، ممکن است تأثیر مثبتی بر سرمایه گذاری داشته باشد. به ویژه، مباحث مطرح شده توسط آچاریان و سویرامانیان (۲۰۰۹) و آچاریان و همکاران (۲۰۱۱) برای تبیین تأثیر قویتر حقوق اعتباردهنده بر سرمایه گذاری شرکتی به واسطه کاهش ریسک پذیری شرکتی می تواند منجر به آن شود که حقوق اعتباردهنده بتواند کارایی سرمایه گذاری را در شرکت های سالم از نظر مالی افزایش دهد. تحقیقات انجام شده در مورد تئوری نمایندگی به بحث در مورد موانع سرمایه گذاری ناشی از تضاد بین اعتباردهنده و سهامدار پرداخته اند. ادبیات تحقیق همچنین نشان داده است که این تضادها در شرکت هایی که درماندگی مالی بالایی دارند، شدیدتر است (جانسون، ۱۹۸۶؛ مایرز و ماجیلوف، ۱۹۸۴). سهامداران (یا مدیرانی که در جهت منافع خود کار میکنند) شرکت های درمانده مالی انگیزه زیادی برای پرداخت ارزش شرکت از طریق سود تقسیم شده و خودداری از ربط دادن سرمایه حقوق صاحبان سهام به پروژه های مثبت NPV دارند (مسئله سرمایه گذاری بیش از حد) (مایرز و ماجیلوف، ۱۹۸۴). سهامداران همچنین انگیزه زیادی برای انجام پروژه های ریسک دار دارند حتی اگر پروژه های منفی PV باشند (سرمایه گذاری بیش از حد و مسائل تغییر ریسک) (جانسون، ۱۹۸۶؛ پارینو و ویزباخ، ۱۹۹۹). ارتباط حقوق اعتباردهندگان برای کارایی سرمایه گذاری با پایداری آنها برای حل این تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان رابطه خواهد داشت (گارتنر و شارفشتاین، ۱۹۹۱). اگرچه این تضادها در شرکت های دچار درماندگی مالی شدیدتر است، اما حقوق اعتباردهندگان همچنان بر تأمین منابع مالی و تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های سالم تأثیر خواهد گذاشت، زیرا سهامداران و مدیران این شرکتها می توانند هزینه های مختلف ورشکستگی را بسته به حمایت از حقوق اعتباردهندگان پیشینی کنند. سهامداران در شرکت هایی که درماندگی مالی ندارند پیش بینی میکنند که اگر حقوق اعتباردهنده قوی باشد منجر به نقدینگی ناکارآمد خواهد شد که استمرار کسب و کار شرکت را کاهش می دهد و در پی آن ارزش سهامداران نیز کاهش میابد. همچنین، حقوق اعتباردهندگانی که شرکت را وادار می کنند که در صورت ورشکستگی مدیر را اخراج کنند، هزینه های شخصی به مدیران تحمیل می کنند. سهامداران و مدیران در شرکت های درمانده غیرمالی برای جلوگیری از این هزینه ها دارای انگیزه کافی برای کاهش احتمال درماندگی با افزایش کارایی تخصیص سرمایه هستند. از طرفی، تأثیر حمایت از حقوق اعتباردهندگان بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های درمانده مالی روشن نیست. در یک طرف، قوی بودن حقوق اعتباردهنده می تواند بازده مورد انتظار را برای اعتباردهندگان در صورت ورشکستگی افزایش دهد و آنها را قادر سازد که با نقدینگی شرکت سهامداران و مدیران را تهدید کنند که به اعتباردهندگان قدرت معاملاتی قوی برای انجام توافقاتنامه های خصوصی را اعطا میکند، فرایند ساختار بندی مجدد را کوتاه میسازد و نقدینگی پروژه های غیر سودآور در شرکت های درمانده مالی را تأمین می کند (داویدینکو و فرانکز،

۲۰۰۸). نینی و همکاران (۲۰۰۹) نشان داده‌اند که وام دهندگان به طور مرتب محدودیتهایی را بر هزینه‌های سرمایه، پس از بدتر شدن وضعیت وام گیرنده، تحمیل می‌کنند که محدودیت هزینه‌های سرمایه منجر به کاهش سرمایه گذاری شرکت میشود؛ بنابراین، سهامداران فرصت کمی برای سرمایه گذاری کمتر از حد یا بیشتر از حد دارند که نتیجه آن افزایش کارایی سرمایه گذاری در شرکت‌های درمانده مالی خواهد شد به ویژه در کشورهایی که حمایت زیادی از حقوق اعتباردهنده صورت می‌گیرد. در طرف دیگر، چون مدیران و سهامداران ضرر زیادی را در ورشکستگی متحمل می‌شوند به ویژه در کشورهایی که حمایت از حقوق اعتباردهنده قوی‌تر است، پس انگیزه بیشتری برای سرمایه گذاری کمتر از حد و یا بیشتر از حد دارند، به ویژه زمانی که پیشبینی میکنند که شرکتها دچار درماندگی مالی خواهند شد. فاوارا و همکاران (۲۰۱۷) مدل نظری در ارتباط با این پیشبینیها تدوین کرده اند. پریشیا و همکاران (۲۰۱۳) به این نتیجه رسیده اند که تحریفات سرمایه گذاری مرتبط با تضاد بین سهامداران و اعتباردهندگان فقط زمانی مطرح است که درماندگی مالی توسط اعتباردهنده شناسایی نشده است. در این مورد، ثروت غیرمنتظره منتقل شده از اعتباردهنده در کشورهایی که حمایت زیادی از حقوق اعتباردهنده صورت می‌گیرد، بیشتر خواهد بود و رابطه منفی برای کارایی سرمایه گذاری و حقوق اعتباردهنده در شرکت‌های دچار درماندگی مالی پیش‌بینی خواهد شد. با تکیه بر مطالب فوق پژوهش حاضر درصدد پاسخگویی به این سؤال می‌باشد که: بین اعتبار تجاری و سلامت مالی با کارایی سرمایه گذاری چه رابطه‌ی وجود دارد؟ بر همین اساس، ادامه مقاله به صورت زیر سازماندهی شده است: در بخش دوم مقاله به ادبیات نظری تحقیق پرداخته شده و در بخش سوم پیشینه تحقیق و در بخش چهارم، مدل مورد استفاده، آورده شده است. بخش پنجم به معرفی داده، ویژگیهای آن و نتایج تجربی حاصل از برآورد الگو و تفسیر آن اختصاص یافته است. در بخش پایانی مقاله نیز نتیجه گیری ارائه شده است.

## ۲- ادبیات نظری تحقیق

سرمایه گذاری نقش مهمی در تضمین توسعه پایدار شرکتها در رقابت بازار و ایجاد یک ارزش جدید برای سهامداران دارد. سیاستهای سرمایه گذاری شرکت با طیف وسیعی از عوامل از جمله اقتصاد کلی، سیاستهای کلان پولی، بازارهای سرمایه و عملیاتهای شرکت مشخص می‌شوند (ریچاردسون، ۲۰۰۶). عوامل مدیریتی مانند غیرمنطقی بودن مدیران، بویژه در بازارهای مالی ناکارآمد و شرکتهایی با حاکمیت شرکتی ضعیف اهمیت دارند (مالمندر و همکاران ۲۰۱۱). طبق تئوری توازن پایدار (میرز ۱۹۸۴)، شرکتها منابع تامین مالی خود را براساس هزینه‌های خود اولویت بندی می‌کنند، بنابراین آنها تامین مالی داخلی و سپس بدهی را با عنوان آخرین محل افزایش دارایی جدید ترجیح می‌دهند. مدیران با اعتماد بیش از حد که باور دارند شرکت آنها کم ارزش گذاری شده است تامین مالی خارجی را با عنوان تامین مالی گران بویژه تامین مالی دارایی مشاهده می‌کنند. در نتیجه، آنها اولویتهای توازن پایدار را برای تامین مالی داخلی بیش از بدهی و برای بدهی بیش از سهام نشان می‌دهند (مالمندر و همکاران ۲۰۱۱). از دیدگاه مالی رفتاری، مدیران شرکت تمایل دارند تا تامین مالی داخلی را بیش از سایر منابع انتخاب نمایند زیرا آنها کنترل زیادی بر سرمایه‌های داخلی دارند؛

بنابراین، مدیران با اعتماد بیش از حد به احتمال زیاد بر کارایی پروژه های سرمایه گذاری با تامین مالی داخلی تاثیر می گذارند. اگر مدیریت با اعتماد بیش از حد دارای سرمایه های داخلی کافی برای سرمایه گذاری باشند و با بازار سرمایه یا مکانیسمهای حاکمیت شرکتی منضبط نباشند، در اینصورت آنها بطور سیستماتیک بازده را در پروژه های سرمایه گذاری خود بیش از حد ارزیابی می کنند. اگر آنها سرمایه داخلی کافی نداشته باشند، با اینحال به موضوع سهام جدید بی میل می شوند زیرا سهام شرکت خود را توسط بازار بی ارزش می دانند. در نتیجه، آنها سرمایه گذاری خود را محدود می کنند. اعتماد بیش از حد مدیریت می تواند برای تحریف سرمایه گذاری شرکت (سرمایه گذاری بیش از حد و سرمایه گذاری کم) بیان شود که در آنجا مکانیسم های حاکمیت داخلی و نظارت خارجی موثر بخوبی ایجاد نمی شوند.

## ۱-۲-۲- فرضیات تحقیق:

### فرضیه های اصلی

**اصلی اول:** بین اعتبار تجاری و کارایی سرمایه گذاری رابطه وجود دارد.

**اصلی دوم:** بین سلامت مالی و کارایی سرمایه گذاری رابطه وجود دارد.

### فرضیه های فرعی

**فرعی اول:** بین اعتبار تجاری و سرمایه گذاری بیش از حد رابطه وجود دارد.

**فرعی دوم:** بین اعتبار تجاری و سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه وجود دارد.

**فرعی سوم:** بین سلامت مالی و سرمایه گذاری بیش از حد رابطه وجود دارد.

**فرعی سوم:** بین سلامت مالی و سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه وجود دارد.

## ۳- پیشینه تحقیق:

### ۱-۳-۳- مطالعات داخلی:

**نیک کار و همکاران (۱۳۹۷)** به بررسی تاثیر سرمایه گذاری در دارایی نامشهود در توضیح دهندگی تاثیر سلامت مالی و مشکلات نمایندگی در ارزش بازار شرکت پرداختند. هدف این پژوهش، بررسی تاثیر سرمایه گذاری در دارایی نامشهود در توضیح دهندگی تاثیر سلامت مالی و مشکلات نمایندگی در ارزش بازار شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور، پنج فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده های مربوط به ۱۲۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار برای دوره زمانی بین سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ تجزیه و تحلیل شد. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده های تابلویی با رویکرد آثار ثابت، بررسی و آزمون شد. نتایج نشان داد دارایی نامشهود مناسب، به شرکت برای دستیابی موفقیت آمیز به ریشه های خلق ارزش کمک می کند؛ به عبارت دیگر، دارایی های نامشهود، محرک اصلی رشد و ایجاد ارزش در بسیاری از بخش های اقتصادی است. افزون بر این، نتایج نشان داد دارایی نامشهود در توضیح دهندگی ارتباط بین سلامت مالی شرکت (متغیر عملکرد شرکت) و هزینه نمایندگی (سیاست توزیع

سود) در ارزش بازار شرکت، تأثیر معناداری دارد. همچنین نتایج نشان داد دارایی نامشهود بر توضیح دهندگی تأثیر دو متغیر دیگر (قدرت پرداخت بدهی و نسبت بدهی) در ارزش بازار شرکت، تأثیر معناداری ندارد.

**مومنی و صادقی (۱۳۹۶)** به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی با تأکید بر ادوار تجاری پرداختند. هدف این تحقیق، بررسی رابطه ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت-های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با تأکید بر وضعیت اقتصاد کلان در ایران می-باشد. بدین منظور، شرکت-های مورد بررسی بر حسب الگوی تامین مالی به دو گروه شرکت-ها با ساختار سرمایه بدهی محور و سهام محور تفکیک شده-اند. نتایج با استفاده از الگوی GMM نشان می-دهد در هر دو گروه از شرکت-ها، ساختار سرمایه اثر منفی و معناداری بر عملکرد مالی شرکت ها دارد. البته این اثر منفی در شرکت های بدهی محور، بزرگ تر است. همچنین واکنش عملکرد مالی شرکت ها نسبت به رکود اقتصادی در شرکت ها با ساختار سرمایه بدهی محور نسبت به سهام محور، شدیدتر است؛ به عبارت دیگر، در دوران رکود اقتصادی شرکت ها با ساختار سرمایه سهام محور از عملکرد بهتری برخوردارند. بر اساس نتایج، پیشنهاد می شود شرکت ها به منظور داشتن الگوی تامین مالی مناسب به ویژه در شرایط رکود اقتصادی، از میزان سهام بیشتری در تامین منابع مالی مورد نیاز خود استفاده نمایند.

### ۲-۳- مطالعات خارجی:

**گونزالس (۲۰۱۹)** به بررسی حقوق اعتباری، سلامت مالی و کارایی سرمایه گذاری پرداختند. مقاله حاضر به تحلیل تأثیر حقوق اعتباری بر کارایی سرمایه گذاری و چگونگی شکلگیری این اثربخشی توسط سلامت مالی شرکتها پرداخت هاست. در تحقیق حاضر، با استفاده از تغییرات سری زمانی در کشور و تغییرات بین کشوری در حقوق اعتباری، نتایج نشان داد که حمایت قویتر از اعتباردهندگان میتواند کارایی سرمایه گذاری را در شرکتهای سالم بهبود بخشد اما آن را در شرکتهای درمانده بدتر میکند. تأثیر روی کارایی سرمایه گذاری بیشتر از طریق تغییرات انجام شده روی سرمایه گذاری بیش از حد در مقایسه با سرمایه گذاری کمتر از حد صورت گرفته است. همچنین با استفاده از عاملهای دیگر برای حقوق اعتباردهنده، حقوق اجرایی و قراردادی کنترل شدند. نتایج به دست آمده با توجه به تغییر ویژگی-های مدل برای کنترل متغیرهای حذف شد انسجام داشت.

**هی و همکاران (۲۰۱۹)** به بررسی اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، تامین مالی داخلی و بازده سرمایه گذاری پرداختند. در این مقاله تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران در گزینش تامین مالی داخلی و بازده سرمایه گذاری (مقیاس سرمایه گذاری، سرمایه گذاری زیاد و سرمایه گذاری کم) را با استفاده از نمونه ای از شرکت های موجود در بورس شانگهای چین و بورس سنژن در سال های ۲۰۱۰-۲۰۱۵، مورد بررسی قرار می دهیم. ما نشان می دهیم 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.

#### ۴- روش تحقیق، معرفی مدل و جامعه آماری

این تحقیق از لحاظ هدف کاربردی است، هدف از تحقیق کاربردی به دست آوردن درک یا دانش لازم برای تعیین ابزاری است که به وسیله آن نیازی مشخص و شناخته شده برطرف گردد؛ لذا تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی است. از لحاظ طرح پژوهشی آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی است. از روش پس رویدادی زمانی استفاده می شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می پردازد یا از واقعه ای که بدون دخالت مستقیم پژوهشگر رخ داده، فراهم شود؛ افزون بر این امکان دست کاری متغیرهای مستقل وجود ندارد. از لحاظ ماهیت و روش از نوع توصیفی است، پژوهش توصیفی شامل مجموعه روش هایی است که هدف آن ها توصیف وضعیت یا پدیده های مورد بررسی است. این پژوهش از لحاظ استدلال از نوع پژوهش های استقرایی است که با مشاهده اجزایی از جامعه (نمونه) نسبت به ارائه الگویی برای کل جامعه اقدام نماید و همچنین این پژوهش در حوزه پژوهش های اثباتی حسابداری و بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت ها مبتنی است.

#### ۴-۱. تعریف عملیاتی متغیرها و نحوه اندازه گیری آنها

##### مدل اصلی اول

$$\text{Inves } i, t = \beta_0 + \beta_1 \text{ Trade credit } i, t + \beta_2 \text{ CFO } i, t + \beta_3 \text{ SIZE } i, t + \beta_4 \text{ MTB } i, t + \beta_5 \text{ LEV } i, t + \beta_6 \text{ ROA } i, t + \varepsilon i, t$$

##### مدل اصلی دوم

$$\text{Inves } i, t = \beta_0 + \beta_1 \text{ financial health } i, t + \beta_2 \text{ CFO } i, t + \beta_3 \text{ SIZE } i, t + \beta_4 \text{ MTB } i, t + \beta_5 \text{ LEV } i, t + \beta_6 \text{ ROA } i, t + \varepsilon i, t$$

##### متغیر وابسته

##### کارایی سرمایه گذاری (Inves):

بر اساس مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) از مدل زیر برای تخمین کارایی سرمایه گذاری استفاده می شود، به گونه ای که باقی مانده مثبت این مدل به عنوان معیار سرمایه گذاری بیشتر از حد و مقدار منفی آن به عنوان سرمایه گذاری کمتر از حد در نظر گرفته می شود.

$$\text{INVEST } it = \beta_0 + \beta_1 \text{ GROWTH } it-1 + \beta_2 \text{ LEVERAGE } it-1 + \beta_3 \text{ CASH } it-1 + \beta_4 \text{ Ln(AGE) } it-1 + \beta_5 \text{ Ln(Size) } it-1 + \varepsilon it$$

INVEST<sub>it</sub>: مجموع مخارج سرمایه ای عبارت است از حاصل جمع خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات و مخارج تحقیق و توسعه و خالص دارایی های نامشهود.

GROWTH<sub>it-1</sub>: نرخ رشد فروش خالص شرکت از تقسیم تفاوت فروش خالص سال مالی جاری و سال مالی قبل

بر فروش سال مالی قبل به دست می آید.

LEVERAGE  $it-1$  (اهرم مالی شرکت): نسبت کل بدهی ها بر کل داراییها

CASH  $it-1$ : نسبت وجه نقد برای پایان سال  $t-1$  بدست می آید که این نسبت از تقسیم مجموع وجوه نقد و سرمایه گذاری های کوتاه مدت بر مجموع دارایی ها به دست می آید.

$\ln(AGE)it-1$ : لگاریتم تعداد سال های پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران شرکت  $t-1$  در پایان سال  $t-1$  می باشد.

$\ln(Size)it-1$ : عبارت است از لگاریتم طبیعی جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $t-1$  در پایان سال  $t-1$  می باشد.

### متغیر مستقل

#### اعتبار تجاری (Trade credit):

اعتبار تجاری از رابطه زیر محاسبه می شود: (خانعلی زاده و همکاران، ۱۳۹۲).

$$Trade\_Credit = \frac{TAR + TAP}{NetAsset}$$

که در آن داریم:

TAR = جمع کل حساب ها و اسناد دریافتی تجاری شرکت؛

TAP = جمع کل حساب ها و اسناد پرداختی تجاری شرکت؛

NetAsset = خالص دارایی های شرکت که از اختلاف جمع دارایی از بدهی ها بدست می آید.

سلامت مالی (financial health): این نسبت از تقسیم مجموع سود خالص پس از مالیات به اضافه هزینه استهلاک بر کل بدهی های شرکت به دست می آید.

### متغیرهای کنترلی

CFO: جریان های نقدی عملیاتی شرکت  $t$  در سال  $t$  است؛ که از صورت جریان وجوه نقد گرفته می شود و برای استاندارد سازی بر مجموع دارایی های ابتدای دوره شرکت تقسیم می شود. (دارایی و همکاران، ۱۳۹۲).

SIZE: شاخص اندازه شرکت (در این پژوهش برای سنجش اندازه شرکت، از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه شرکت  $t$  در پایان سال  $t$  استفاده خواهد شد). (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۴).

MTB: بیانگر نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت  $t-1$  است. (حسن زاده و بارانی، ۱۳۸۹).

LEV: شاخص ریسک (اهرم مالی شرکت که برابر است با تقسیم بدهی های شرکت بر دارایی های پایان دوره شرکت  $t$  در سال  $t$ ) (توکل نیا و همکاران، ۱۳۹۳).

ROA: بازده دارایی که از نسبت سود خالص به کل دارایی های پایان دوره شرکت  $t$  است. (رضایی و همکاران، ۱۳۹۲).

## ۲-۴. جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. علت انتخاب جامعه آماری امکان دسترسی به داده‌های موجود در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار است. در این پژوهش نمونه مورد مطالعه از طریق روش حذفی سیستماتیک از جامعه آماری انتخاب خواهد شد، به این ترتیب که نمونه آماری متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

در دوره (۷ ساله) مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.

اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.

سهام آن‌ها در بازار معامله شده باشد و توقف معاملاتی (بیش از ۳ ماه) نداشته باشند.

مسئله تعیین مناسب‌ترین تعداد نمونه به موضوع هزینه و منفعت بستگی دارد. بهتر است تا آنجا که امکانات اجازه می‌دهد بزرگترین نمونه انتخاب شود. با بزرگتر شدن نمونه، نتیجه تحقیق تصویر بهتری از جامعه را ارائه می‌کند. از نظر آماری معنی‌دارتر می‌شود. دست کم، باید نمونه در سطحی تعیین شود که بتوان آزمون‌های لازم را با توجه به پرسش تحقیق انجام داد.

### جدول ۱- نحوه انتخاب و استخراج نمونه آماری تحقیق

۳۰۲	شرکت‌های فعال در بورس طبق گزارش امتیاز افشای شرکت‌های بورسی در سال ۱۳۹۶	
	۶۱	کسر می‌شود: شرکت‌های دارای توقف معاملاتی سهام
	۵۶	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نیست
	۲۷	کسر می‌شود: عدم دسترسی به داده‌ها
	۴۸	کسر می‌شود: شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانکها و بیمه‌ها
۱۱۰	نمونه نهایی پژوهش	

در نتیجه اعمال شرایط و ملاحظات در نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک ۱۱۰ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمون‌ها انتخاب شدند. دوره تحقیق ۷ سال متوالی می‌باشد بنابراین حجم نهایی نمونه ۷۷۰ سال-شرکت می‌باشد.

## ۵- بررسی تجربی تحقیق و یافته‌های آن

### ۵-۱- یافته‌های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره (۲)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۱۰ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۷ ساله (۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷) می‌باشد.



جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشدگی	کمترین	بیشترین
اعتبار تجاری	۷۷۰	۶,۲۴۱	۲,۸۷۹	۸,۲۹۳	۰,۱۷۵	۴,۷۹۴	-۱۰,۸۳۴	۱۵,۶۳۹
سلامت مالی	۷۷۰	۰,۲۵۶	۰,۱۵۷	۰,۰۲۴	۰,۶۵۵	۲,۶۰۸	۰,۰۲۹	۰,۶۸۷
جریان نقد عملیاتی	۷۷۰	۰,۱۱۷	۰,۱۲۸	۰,۰۱۶	۰,۱۳۹	۴,۴۴۵	-۰,۴۶۰	۰,۶۴۲
اندازه شرکت	۷۷۰	۱۳,۹۹۷	۱,۵۹۸	۲,۵۵۶	۰,۸۱۶	۳,۵۹۳	۱۰,۶۱۶	۱۸,۹۸۰
ارزش بازار به دفتری	۷۷۰	۱,۸۸۵	۰,۹۵۳	۰,۹۰۹	۱,۹۸۷	۸,۷۷۵	۰,۶۶۲	۷,۷۱۹
اهرم مالی	۷۷۰	۰,۵۸۲	۰,۱۸۵	۰,۰۳۴	-۰,۲۰۲	۲,۲۴۸	۰,۰۹۶	۰,۹۳۸
بازده دارایی ها	۷۷۰	۰,۱۱۰	۰,۱۴۲	۰,۰۲۰	-۰,۱۴۱	۷,۱۲۸	-۰,۷۸۹	۰,۶۳۱

ادامه جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای کیفی

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشدگی	کمترین	بیشترین
بیش سرمایه گذاری	۷۷۰	۰,۷۵۷	۰,۴۲۹	۰,۱۸۴	-۱,۱۹۹	۲,۴۳۸	۰,۰۰۰	۱
کم سرمایه گذاری	۷۷۰	۰,۲۴۲	۰,۴۲۹	۰,۱۸۴	۱,۱۹۹	۲,۴۳۸	۰,۰۰۰	۱

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با (۰/۵۸۲) می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. یا در مثالی دیگر، میانگین بیش سرمایه گذاری برابر با ۷۵ درصد می باشد این به آن معناست که ۷۵ درصد از شرکتهای مورد بررسی دارای مشکل سرمایه گذاری بیشتر از حد هستند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای اعتبار تجاری برابر با ۲,۸۷۹ و برای جریان نقد عملیاتی برابر است با ۰,۱۲۸ می باشد که نشان می دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند.

## ۲-۵- آماره های توصیفی متغیر های کیفی

## جدول ۳- توزیع فراوانی متغیر بیش سرمایه گذاری

عنوان	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۱۸۲	۲۴,۲۹
۱	۵۸۳	۷۵,۷۱
جمع	۷۷۰	۱۰۰

## جدول ۴- توزیع فراوانی متغیر کم سرمایه گذاری

عنوان	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۵۸۳	۷۵,۷۱
۱	۱۸۲	۲۴,۲۹
جمع	۷۷۰	۱۰۰

## ۳-۵- ضریب همبستگی

## جدول ۵، ضریب همبستگی اسپیرمن

نماد متغیرها	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
بیش سرمایه گذاری	X1	۱							
کم سرمایه گذاری	X2	-۱	۱						
اعتبار تجاری	X3	۰,۰۲۷	۰,۰۲۷	۱					
سلامت مالی	X4	۰,۰۰۳	۰,۰۰۳	۰,۱۰۸	۱				
جریان نقد	X5	۰,۰۰۳	۰,۰۰۳	۰,۳۷۷	۰,۱۸۰	۱			

	نماد متغیرها	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
عملیات ی										
اندازه شرکت	X6	۰,۰۵۳ -	۰,۰۵۳	۰,۲۸۱	۰,۰۸۸ -	۰,۲۸۴	۱			
ارزش بازار به دفتری	X7	۰,۰۳۰	۰,۰۳۰ -	۰,۶۰۴	۰,۰۶۹ -	۰,۳۰۴	۰,۲۸۳	۱		
اهرم مالی	X8	۰,۰۴۶ -	۰,۰۴۶	۰,۵۳۳ -	۰,۱۷۶	۰,۲۵۸ -	۰,۱۶۸ -	۰,۳۲۴ -	۱	
بازده دارایی ها	X9	۰,۰۰۶ -	۰,۰۰۶	۰,۷۹۵	۰,۰۸۱ -	۰,۵۲۶	۰,۳۸۷	۰,۳۵۸	۰,۳۹۶ -	۱

معمولاً از جدول ضریب همبستگی برای کشف هم خطی ساده استفاده می شود. مشاهده می شود که هیچ یک از ضرایب بین متغیرهای مستقل بیش از ۸۰ درصد نیست و این مورد بیانگر عدم وجود همبستگی شدید بین متغیرهای مستقل است و هم خطی ساده وجود ندارد و برای بررسی هم خطی چندگانه از آزمون تورم واریانس استفاده شده که نتایج نشان داد هم خطی چندگانه نیز بین متغیرهای مستقل وجود ندارد

### ۳-۵- نتیجه نهایی برآزش مدل های رگرسیونی:

در قسمت اول تحقیق حاضر، فرضیه‌هایی مطرح گردید که این پژوهش در پی آزمون مدل‌های مختلف جهت رد یا عدم رد فرضیه‌های موجود بوده است.

### فرضیه اول

فرضیه فرعی اول: بین اعتبار تجاری و سرمایه گذاری بیش از حد رابطه وجود دارد.

## جدول ۶- تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول (معیار سرمایه گذاری بیشتر از حد)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره z	معناداری
اعتبار تجاری	-۰,۲۰۷	۰,۰۷۰	-۲,۹۵	۰,۰۰۳
جریان نقد عملیاتی	-۰,۴۴۶	۰,۸۳۶	-۰,۵۳	۰,۵۹۳
اندازه شرکت	-۰,۱۲۸	۰,۰۵۸	-۲,۱۹	۰,۰۲۸
ارزش بازار به دفتری	۰,۳۲۹	۰,۱۳۳	۲,۴۷	۰,۰۱۳
اهرم مالی	-۱,۳۴۵	۰,۵۸۵	-۲,۳۰	۰,۰۲۲
بازده دارایی ها	۲,۳۶۸	۱,۲۵۳	۱,۸۹	۰,۰۵۹
عرض از مبدأ	۴,۲۱۴	۱,۰۰۶	۴,۱۹	۰,۰۰۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین مک فادن	۰,۵۱۱			
آماره راست نمایی و معناداری آن	(۰,۰۰۰) ۱۴,۷۰			
هاسمر لمشو و معناداری آن	(۰,۱۶۹) ۱۱,۶۱			
صحت پیش بینی مدل	۷۵,۷۱٪			

طبق نتایج جدول ۶ مشاهده می شود که متغیر اعتبار تجاری دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که اعتبار تجاری باعث کاهش سرمایه گذاری بیشتر از حد می شود و فرضیه فرعی اول مورد پذیرش قرار می گیرد. ضریب مکفادن شده برابر با ۵۱ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۵۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره راستنمایی برابر با ۱۱,۶۱ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین سطح معناداری هاسمر لمشو بیش از ۵ درصد است که نشان از برازش مطلوب مدل دارد.

## ۴-۳-۲. فرضیه دوم

فرضیه فرعی دوم: بین اعتبار تجاری و سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه وجود دارد.

جدول ۷، تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم (معیار سرمایه گذاری کمتر از حد)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره z	معناداری
اعتبار تجاری	۰,۲۰۷	۰,۰۷۰	۲,۹۵	۰,۰۰۳
جریان نقد عملیاتی	۰,۴۴۶	۰,۸۳۶	۰,۵۳	۰,۵۹۳
اندازه شرکت	۰,۱۲۸	۰,۰۵۸	۲,۱۹	۰,۰۲۸
ارزش بازار به دفتری	-۰,۳۲۹	۰,۱۳۳	-۲,۴۷	۰,۰۱۳
اهرم مالی	۱,۳۴۵	۰,۵۸۵	۲,۳۰	۰,۰۲۲
بازده دارایی ها	-۲,۳۶۸	۱,۲۵۳	-۱,۸۹	۰,۰۵۹
عرض از مبدأ	-۴,۲۱۴	۱,۰۰۶	-۴,۱۹	۰,۰۰۰
<b>سایر آماره های اطلاعاتی</b>				
ضریب تعیین مک فادن	۰,۵۷۰			
آماره راست نمایی و معناداری آن	(۰,۰۰۰) ۱۴,۷۰			
هاسمر لمشو و معناداری آن	(۰,۱۶۹) ۱۱,۶۱			
صحت پیش بینی مدل	۷۵,۷۱%			

طبق نتایج جدول ۷ مشاهده می شود که متغیر اعتبار تجاری دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که اعتبار تجاری باعث افزایش سرمایه گذاری کمتر از حد می شود و فرضیه فرعی دوم مورد پذیرش قرار می گیرد. ضریب مکفادن شده برابر با ۵۷ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۵۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره راستنمایی برابر با ۱۴,۷۰ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین سطح معناداری هاسمر لمشو بیش از ۵ درصد است که نشان از برازش مطلوب مدل دارد.

#### ۴-۳-۳. فرضیه سوم

فرضیه فرعی سوم: بین سلامت مالی و سرمایه گذاری بیش از حد رابطه معناداری وجود دارد.

## جدول ۸، تخمین نهایی مدل رگرسیونی سوم (معیار سرمایه گذاری بیشتر از حد)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره z	معناداری
سلامت مالی	۰,۸۲۴	۰,۳۳۶	۲,۴۵	۰,۰۱۴
جریان نقد عملیاتی	-۳,۳۴۷	۰,۴۰۰	-۸,۳۶	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	-۰,۰۴۳	۰,۰۶۵	-۰,۶۶	۰,۵۱۰
ارزش بازار به دفتری	-۸,۱۷۷	۰,۹۱۸	-۸,۹۱	۰,۰۰۰
اهرم مالی	۰,۹۸۲	۰,۵۲۷	۱,۸۶	۰,۰۶۲
بازده دارایی ها	-۰,۲۸۶	۰,۳۵۴	-۰,۸۱	۰,۴۱۸
عرض از مبدأ	۷,۷۱۸	۱,۱۰۲	۷	۰,۰۰۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین مک فادن	۰,۳۱۵			
آماره راست نمایی و معناداری آن	۳۳۵,۴۲ (۰,۰۰۰)			
هاسمر لمشو و معناداری آن	۱۳,۶۴ (۰,۱۳۷)			
صحت پیش بینی مدل	۷۵,۷۱٪			

طبق نتایج جدول ۸، مشاهده می شود که متغیر اعتبار تجاری دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که سلامت مالی باعث افزایش سرمایه گذاری بیشتر از حد می شود و فرضیه فرعی سوم مورد پذیرش قرار می گیرد. ضریب مکفادن شده برابر با ۳۱ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۳۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره راستنمایی برابر با ۱۳,۶۴ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین سطح معناداری هاسمر لمشو بیش از ۵ درصد است که نشان از برازش مطلوب مدل دارد.

## ۴-۳-۴. فرضیه چهارم

فرضیه فرعی چهارم: بین سلامت مالی و سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۹، تخمین نهایی مدل رگرسیونی چهارم (معیار سرمایه گذاری کمتر از حد)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره z	معناداری
سلامت مالی	-۰,۸۲۴	۰,۳۳۶	-۲,۴۵	۰,۰۱۴
جریان نقد عملیاتی	۳,۳۴۷	۰,۴۰۰	۸,۳۶	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	۰,۰۴۳	۰,۰۶۵	۰,۶۶	۰,۵۱۰
ارزش بازار به دفتری	۸,۱۷۷	۰,۹۱۸	۸,۹۱	۰,۰۰۰
اهرم مالی	-۰,۹۸۲	۰,۵۲۷	-۱,۸۶	۰,۰۶۲
بازده دارایی ها	۰,۲۸۶	۰,۳۵۴	۰,۸۱	۰,۴۱۸
عرض از مبدأ	-۷,۷۱۸	۱,۱۰۲	-۷	۰,۰۰۰
<b>سایر آماره های اطلاعاتی</b>				
ضریب تعیین مک فادن	۰,۳۱۵			
آماره راست نمایی و معناداری آن	(۰,۰۰۰) ۳۳۵,۴۲			
هاسمر لمشو و معناداری آن	(۰,۱۳۷) ۱۳,۶۴			
صحت پیش بینی مدل	۷۵,۷۱٪			

طبق نتایج جدول ۹، مشاهده می شود که متغیر سلامت مالی دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که سلامت مالی باعث کاهش سرمایه گذاری کمتر از حد می شود و فرضیه فرعی چهارم مورد پذیرش قرار می گیرد. ضریب مکفادن شده برابر با ۳۱ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۳۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره راستنمایی برابر با ۳۳۵,۴۲ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین سطح معناداری هاسمر لمشو بیش از ۵ درصد است که نشان از برازش مطلوب مدل دارد.

## جدول ۱۰، بررسی کفایت متغیرهای کنترلی

نتیجه	شوآرتز	آکائیک	شرح
کفایت	۸۶۶,۴۰۰	۸۵۳,۰۰۴	مدل اول با متغیرهای کنترلی
متغیرهای کنترلی	۸۸۵,۵۲۹	۸۵۷,۱۰۷	مدل اول بدون متغیرهای کنترلی

## جدول ۱۱، بررسی کفایت متغیرهای کنترلی

نتیجه	شوآرتز	آکائیک	شرح
کفایت	۸۶۶,۴۰۰	۸۵۳,۰۰۴	مدل دوم با متغیرهای کنترلی
متغیرهای کنترلی	۸۸۵,۵۲۹	۸۵۷,۱۰۷	مدل دوم بدون متغیرهای کنترلی

## جدول ۱۲، بررسی کفایت متغیرهای کنترلی

نتیجه	شوآرتز	آکائیک	شرح
کفایت	۸۶۶,۹۸۴	۸۵۷,۶۹۲	مدل سوم با متغیرهای کنترلی
متغیرهای کنترلی	۸۹۴,۵۳۱	۸۶۲,۰۰۶	مدل سوم بدون متغیرهای کنترلی

## جدول ۱۳، بررسی کفایت متغیرهای کنترلی

نتیجه	شوآرتز	آکائیک	شرح
کفایت	۸۶۶,۹۸۴	۸۵۷,۶۹۲	مدل چهارم با متغیرهای کنترلی
متغیرهای کنترلی	۸۹۴,۵۳۱	۸۶۲,۰۰۶	مدل چهارم بدون متغیرهای کنترلی

همانطور که مشاهده می شود مقدار آماره های اطلاعاتی آکائیک و شوآرتز با اضافه کردن متغیرهای کنترلی به مدل، کاهش پیدا کرده اند و این مورد نشان از برآزش مطلوب مدل به همراه متغیرهای کنترلی دارد.



### جدول ۱۴- خلاصه یافته ها

نتیجه	علامت	فرضیه
پذیرش	-	فرعی اول: بین اعتبار تجاری و سرمایه گذاری بیش از حد رابطه معناداری وجود دارد.
پذیرش	+	فرعی دوم: بین اعتبار تجاری و سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه معناداری وجود دارد.
پذیرش	+	فرعی سوم: بین سلامت مالی و سرمایه گذاری بیش از حد رابطه معناداری وجود دارد.
پذیرش	-	فرعی چهارم: بین سلامت مالی و سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه معناداری وجود دارد.

### ۶- نتیجه گیری و پیشنهادات

در پژوهش حاضر این نتیجه حاصل شد که:

#### فرضیه اصلی اول:

بین اعتبار تجاری و سرمایه گذاری بیش از حد رابطه معکوس وجود دارد و بین اعتبار تجاری و سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه مستقیم وجود دارد. در این راستا مومنی و صادقی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی با تاکید بر ادوار تجاری پرداختند. هدف این تحقیق، بررسی رابطه ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با تاکید بر وضعیت اقتصاد کلان در ایران می باشد. بدین منظور، شرکت های مورد بررسی بر حسب الگوی تامین مالی به دو گروه شرکت ها با ساختار سرمایه بدهی محور و سهام محور تفکیک شده اند. نتایج با استفاده از الگوی GMM نشان می دهد در هر دو گروه از شرکت ها، ساختار سرمایه اثر منفی و معناداری بر عملکرد مالی شرکت ها دارد. البته این اثر منفی در شرکت های بدهی محور، بزرگ تر است. همچنین واکنش عملکرد مالی شرکت ها نسبت به رکود اقتصادی در شرکت ها با ساختار سرمایه بدهی محور نسبت به سهام محور، شدیدتر است؛ به عبارت دیگر، در دوران رکود اقتصادی شرکت ها با ساختار سرمایه سهام محور از عملکرد بهتری برخوردارند. بر اساس نتایج، پیشنهاد می شود شرکت ها به منظور داشتن الگوی تامین مالی مناسب به ویژه در شرایط رکود اقتصادی، از میزان سهام بیشتری در تامین منابع مالی مورد نیاز خود استفاده نمایند.

#### فرضیه اصلی دوم:

بین سلامت مالی و سرمایه گذاری بیش از حد رابطه مستقیم وجود دارد؛ و بین سلامت مالی و سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه معکوس وجود دارد. در این راستا گونزالس (۲۰۱۹) به بررسی حقوق اعتباری، سلامت مالی و کارایی سرمایه

گذاری پرداختند. مقاله حاضر به تحلیل تاثیر حقوق اعتباری بر کارایی سرمایه گذاری و چگونگی شکلگیری این اثربخشی توسط سلامت مالی شرکتها پرداخت هاست. در تحقیق حاضر، با استفاده از تغییرات سری زمانی در کشور و تغییرات بین کشوری در حقوق اعتباری، نتایج نشان داد که حمایت قویتر از اعتباردهندگان میتواند کارایی سرمایه گذاری را در شرکتهای سالم بهبود بخشد اما آن را در شرکتهای درمانده بدتر میکند. تاثیر روی کارایی سرمایه گذاری بیشتر از طریق تغییرات انجام شده روی سرمایه گذاری بیش از حد در مقایسه با سرمایه گذاری کمتر از حد صورت گرفته است. همچنین با استفاده از عاملهای دیگر برای حقوق اعتباردهنده، حقوق اجرایی و قراردادی کنترل شدند. نتایج به دست آمده با توجه به تغییر ویژگیهای مدل برای کنترل متغیرهای حذف شد انسجام داشت.

**با توجه به یافته های حاصل از این پژوهش، موارد زیر به عنوان توصیه های سیاستگذاری برای ایران ارائه می شوند:**

- پیشنهاد می شود مراجع قانون گذار در راستای حمایت از حقوق سرمایه گذاران با اعمال سیاست های حاکمیت شرکتي سعی در حمایت از شرکت ها جهت بهبود وضعیت سرمایه گذاری اقدام کنند.

به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری به میزان سلامت مالی شرکت ها توجه داشته باشند.

به شرکت ها پیشنهاد می شود جهت حمایت از حقوق سرمایه گذاران به میزان سرمایه گذاری خود توجه شده باشند و در پروژه های پرریسک با توجه به شرایط کنونی اقتصاد سرمایه گذاری نکنند.

**بر اساس نتایج حاصل از تحقیق پیشنهادهایی برای استفاده در پژوهش های آتی ارائه می شود:**

مدل های این پژوهش برای تمام صنایع عضو نمونه ی آماری به صورت یک جا برآورد شده اند. از این رو، پیشنهاد می شود در مطالعات آتی هر یک از مدل های این پژوهش برای صنایع مختلف به تفکیک برآورد شود. توصیه می گردد به بررسی رابطه اعتبار تجاری و سلامت مالی با کارایی سرمایه گذاری با معیارهای مالی اقتصادی شرکتي (مانند، ارزش افزوده، ارزش بازار، ارزش افزوده اقتصادی) پرداخته شود.

## منابع و ماخذ

ابراهیمی، سید کاظم. بهرامی نسب، علی. احمدی مقدم، منصور (۱۳۹۵) **رابطه بین تصمیمات تامین مالی با انواع مدیریت سود**. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. مقاله ۵، دوره ۸، شماره ۳۰، تابستان، صفحه ۸۳-۱۰۲.

بادآورنهدی، یونس؛ قادری، صلاح الدین؛ بهشتی نهدی، رضا. (۱۳۹۲). **تأثیر شفافیت اطلاعات حسابداری بر ناکارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**. فصلنامه پژوهشها و سیاستهای اقتصادی سال بیست و یکم، شماره ۶۸، زمستان ۱۳۹۲، صفحات ۶۵-۸۲.

- ترکمانی، افشین. (۱۳۹۶) "بررسی رابطه مدیریت سود و ارزیابی عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه پیام نور مرکز تهران غرب.
- حسین وظیفه دوست. میثم احمدوند. محمد جواد ساده وند. (۱۳۹۵) **آزمون تأثیر عوامل حاکمیت شرکتی بر رتبه اعتباری در قالب مدل امتیاز بازار نوظهور (مورد مطالعه: بورس اوراق بهادار تهران)**. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. مقاله ۷، دوره ۹، شماره ۳۰، تابستان ۱۳۹۵، صفحه ۹۵-۱۱۳.
- حیدرپور، فرزانه. احسانی طباطبایی، مریم السادات (۱۳۹۴) **نقش سرمایه گذاران نهادی در سیاست های سرمایه گذاری شرکت**. مجله ی پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز. دوره ی هفتم، شماره ۱. ۱-۲۳.
- رضائیان، مریم. (۱۳۹۶) "بررسی تاثیر مدیریت سود بر میزان افشاء و عملکرد مالی واقعی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی شاهرود.
- سید کاظم ابراهیمی؛ علی بهرامی نسب؛ منصور احمدی مقدم (۱۳۹۵) **رابطه بین تصمیمات تامین مالی با انواع مدیریت سود**. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. مقاله ۵، دوره ۸، شماره ۳۰، صفحه ۸۳-۱۰۲.
- طالب نیا، قدرت اله. مهدوی، مریم (۱۳۹۴) **بررسی اثر اعتبار تجاری و عمق مالی بر میزان نگهداشت وجه نقد**. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. مقاله ۴، دوره ۴، شماره ۱۳، بهار ۱۳۹۴، صفحه ۴۱-۵۴.
- طالب نیا قدرت اله، دسینه مهدی، مریدی فاطمه (۱۳۹۴) **اثر تصمیمات تامین مالی مدیریت بر جریانهای نقدی**. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی): تابستان ۱۳۹۴، دوره ۷، شماره ۲۶؛ از صفحه ۸۷ تا صفحه ۱۰۶.
- فرزین رضایی؛ محمد صادق سیاری (۱۳۹۴) **نقش منابع تامین مالی بر رابطه بین رشد دارایی ها و بازده سهام شرکت ها**. فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش های تجربی حسابداری. مقاله ۶، دوره ۵، شماره ۱، پاییز، صفحه ۹۵-۱۱۸.
- قره باغ و محمدی (۱۳۹۴)، **بررسی تاثیر الگوهای تامین مالی بر عملکرد مالی شرکت در نوسانات اقتصادی** (مطالعه موردی شرکتهای ساخت خودرو و قطعات). مقاله ۳، دوره ۳، شماره ۱ - شماره پیاپی ۸، صفحه ۵۱-۷۰.
- نیک کار، جواد. همت فر، محمود. اعصامی، مریم (۱۳۹۷) **تأثیر سرمایه گذاری در دارایی نامشهود در توضیح دهندگی تأثیر سلامت مالی و مشکلات نمایندگی در ارزش بازار شرکت**. مدیریت دارایی و تامین مالی. مقاله ۳، دوره ۶، شماره ۱ - شماره پیاپی ۲۰، بهار ۱۳۹۷، صفحه ۱۱-۲۸.

Ataullah, A., M. Goergen, and H. Le, 2014, Insider trading and financing constraints, *Financial Review* 49, 685-712.

Brockman, P., & Unlu, E. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 92, 276-299.

- Collins, D., Pungaliya, R., Vijh, A., 2017. The effects of firm growth and model specification choices on tests of earnings management in quarterly settings. *The Accounting Review* 92, 69-100.
- Denis Yongmin Joea, Frederick Dongchuhl Oh (2017) Credit ratings and corporate cash holdings: Evidence from Korea's corporate reform after the 1997 Asian financial crisis. . Eisdorfer, A., Giaccotto, C., & White, R. (2013). Capital structure, executive compensation, and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance*, 37, 549–562.
- Francisco González (2019) Creditor rights, financial health, and corporate investment efficiency. *North American Journal of Economics and Finance*.  
Gomariz, M.F. C. & Ballesta, J.P.S. (2013). "Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency". *Journal of Banking and Finance*, Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>.
- Haselmann, R., Pistor, K., & Vig, V. (2010). How law affects lending. *Review of Financial Studies*, 23, 549–580.
- Jiang, F., Cai, W., Wang, X., & Zhu, B. (2018). Multiple large shareholders and corporate investment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 50, 66–83.



## The relationship of trade credit and financial health with investment efficiency in corporates at Tehran stock exchange

Mir Kazem Hosseini Soure<sup>1</sup>

Iraj Molaei Qolanji<sup>\*2</sup>

Date of Receipt: 2021/12/22 Date of Issue: 2022/01/23

### Abstract

With accurate targeting and licensing and financial soundness, you can invest in different companies empowered in the Tehran Stock Exchange. This research is more research in terms of the nature and method of interpretation and observation, and can use it and thus be able to obtain more information using the information it provides you, and you can get the kind of retraction. In doing so, four hypotheses have been formulated and 110 companies have been selected through licensing to modify the system for a period of 7 years between 2012 and 2018 and provide services to research sites after collection in various software using statistical software. Ivies are allowed and position analysis. However, you can use the Hypothesis Service to show: between licenses and more investments you can get consulting services. However international you can choose a lot more financially and investing.

### Keywords

Real Credit, Financial Health, Performance Evaluation.

1. Master student of accounting, Islamic Azad University, Salmas, Iran. (Hosseinmk2016@gmail.com)
2. Department of Accounting, Salmas Branch, Islamic Azad University, Salmas, Iran. (Author)

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی