

بررسی تأثیر محدودیت مالی و نقدشوندگی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری

حلیمه رضایی^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۱۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۳/۰۴

چکیده

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. هدف این مطالعه تأثیر محدودیت مالی و نقدشوندگی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. بدین جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه مورد مطالعه، شامل ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده طی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ است. روش پژوهش توصیفی و از نظر ارتباط بین متغیرها همبستگی است و از نظر هدف کاربردی و از لحاظ رویداد، پس‌رویدادی است. برای پردازش و آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون و داده‌های تابلویی و همچنین مدل اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج به‌دست آمده حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها نشان داد که نقدشوندگی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد و محدودیت مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد.

واژگان کلیدی

فرصت‌های سرمایه‌گذاری، محدودیت مالی، نقدشوندگی

۱. گروه حسابداری، واحد کنگاور، دانشگاه آزاد اسلامی، کنگاور، ایران. Halimehrezaei1400@gmail.com

مقدمه

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^۱، 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 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).

در چند دهه اخیر، به دلیل رخداد بحران‌های مالی پی در پی در اروپا و آسیا، بسیاری از شرکت‌ها در تأمین منابع مالی دچار مشکل شدند. با وجود چنین بحران‌هایی، مسئله 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 به طور دائم در پی بهبود عملکرد خود باشند. در این راستا، شرکت‌ها برای فعالیت‌ها و برنامه‌های خود به منابع مالی کافی نیاز دارند (آلمیدا و کامپلو^۲، ۲۰۰۲). کمبود وجه‌نقد ممکن است شرکت‌ها را با مشکل جدی مواجه کند، زیرا مدیران این گونه شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری کافی نخواهند داشت (هاتن^۳ و همکاران، ۲۰۰۹).

اکثر سرمایه‌گذاران (با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت) سهام بسیار نقدشونده را به سهام کم نقدشونده ترجیح می‌دهند. منظور از نقدشوندگی به‌طور کلی سهولت در خرید و فروش دارایی مورد نظر است. اختلاف قیمت بین خرید و فروش سهام به‌عنوان یکی از اجزای ساختار بازار به تازگی از اهمیت ویژه‌ای در ادبیات مالی برخوردار گشته است. اختلاف قیمت بین خرید و فروش سهام از معیارهای مهم نقدشوندگی بازار سرمایه محسوب می‌شود. بسیاری از پژوهش‌ها از اختلاف قیمت بین خرید به‌عنوان معیار نقدشوندگی استفاده کرده‌اند. اختلاف قیمت خرید و فروش سهام با عوامل متعددی در ارتباط است و نیاز به درک و اندازه‌گیری عوامل تعیین‌کننده آن در ارزیابی ساختار بازار رقابتی بسیار ضروری می‌باشد (الهی، ۱۳۹۰) نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها بسیار مهم است، زیرا سرمایه‌گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی خود را به فروش برسانند، آیا بازار مناسبی برای آن‌ها وجود دارد یا خیر؟ در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای متنوعی جهت سرمایه‌گذاری وجود دارند و سرمایه‌گذاران با عنایت به بازده و ریسک سرمایه‌گذاری دارایی‌های مورد نظر خود را برمی‌گزینند. نرخ بازده مورد انتظار هر دارایی، نشانگر بازده از دست رفته تحت شرایط ریسک مساوی ناشی از تحصیل آن دارایی است. یکی از عوامل مؤثر بر ریسک دارایی‌ها

1 - Kallapur & Trombley

2 - Almeida & Campello

3 - Hutton

قابلیت نقدشوندگی آنهاست. نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها ناشی از تبلور مفهوم ریسک عدم نقدشوندگی دارایی در ذهن خریدار است که می‌تواند باعث انصراف سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری شود (یحیی‌زاده‌فرد و همکاران، ۱۳۹۰).

سرمایه‌گذاری و بازدهی حاصل از آن از متغیرهای مهم اقتصادی هستند که همواره مباحث عمده‌ای را به خود اختصاص داده‌اند. اتخاذ فرصت و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری صحیح توسط شرکت‌ها می‌تواند آینده‌ای درخشان را برای آن تداعی کرده و بازدهی بالایی را عاید مالکان آن نماید. یکی از عواملی که می‌تواند بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و نیز بازدهی آن‌ها تأثیر گذارد، تأمین مالی و محدودیت مالی و نقدشوندگی است. یکی از ریسک‌هایی که سرمایه‌گذاران با آن سر و کار دارند؛ ریسک نقدشوندگی آن دارایی است که به سرعت و سهولت تبدیل به وجه نقد شدن آن دارایی اشاره می‌کند؛ به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران باید همزمان به نقد شدن آن دارایی توجه کرده و هم اینکه فرصت‌های رشد و سودآوری بالقوه شرکت را مدنظر قرار دهند. با توجه به مطالب بیان شده هدف پژوهش حاضر این است که تا چه اندازه محدودیت مالی و نقدشوندگی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است؟

مبانی نظری پژوهش

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^۱ 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^۲ در سال ۱۹۷۶ توسط جنسن و مک‌لینگ^۳ ارائه شد؛ ایشان 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 برخورداری 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

1 - Miller & Modigliani

2 - Agency Costs Theory

3 - Jensen & Meckling

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 وحد 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.

نقدشوندگی

در متون مالی، سرمایه‌گذاری عبارت است از تعهد پول یا سایر منابع به امید کسب منافع آتی. سرمایه‌گذاران همواره منافع آتی (بازدهی) بیشتر را ترجیح می‌دهند؛ اما برای کسب این منافع، با ریسک‌هایی مواجه هستند. این موضوع همان تقابل سنتی ریسک و بازده است که بیان می‌کند اگر سرمایه‌گذاری بازدهی مورد انتظار بالاتری را طلب کند، باید ریسک بیشتری را نیز بپذیرد. یکی از منابع ریسکی که سرمایه‌گذاران همواره با آن مواجه هستند، ریسک عدم نقدشوندگی است. در تعریفی، نقدشوندگی به معنای توانایی سرمایه‌گذاران برای انجام معامله در حجم بالا، به‌سرعت و با تفاوت قیمتی پایین است. سرمایه‌گذاران منطقی در خرید دارایی‌هایی که از نقدشوندگی پایینی برخوردارند، با از دست دادن این فرصت که ممکن است در مقطعی که به وجه نقد نیاز دارند و یا برای تعدیل مجدد پرتفوی، نتوانند دارایی را سریع و با تفاوت قیمتی پایین به فروش برسانند، صرف ریسکی را تقاضا می‌کنند؛ بنابراین عدم نقدشوندگی باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران بازده مورد انتظار بالاتری داشته باشند. موضوع نقدشوندگی تنها مورد توجه سرمایه‌گذاران (تأمین‌کنندگان وجوه مالی) نیست و شرکت‌های منتشرکننده اوراق بهادار نیز به آن توجه ویژه‌ای دارند. شرکت‌ها می‌توانند با توجه به کشف قیمتی که به‌واسطه نقدشوندگی اتفاق می‌افتد، عملکرد خود را ارزیابی و در مورد افزایش سرمایه تصمیم بگیرند. ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود و مسئله نمایندگی نیز از جمله مسائل مالی شرکتی

1 - Asymmetric information Theory

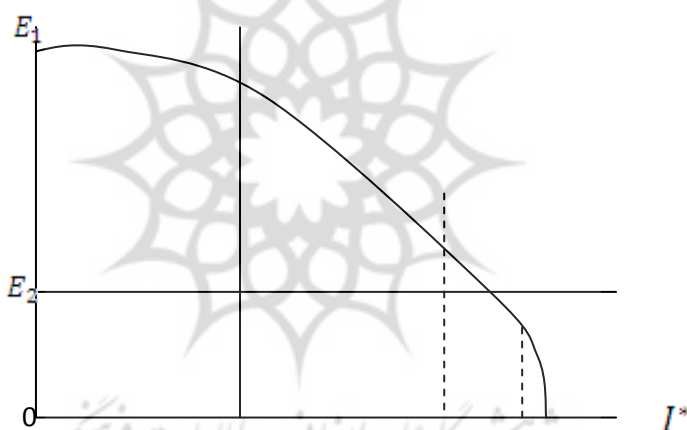
2 - Myers & Majluf

هستند که می‌توانند از نقدشوندگی متأثر شوند؛ بنابراین علاوه بر مزایایی که نقدشوندگی به‌طور مستقیم برای سرمایه‌گذاران خواهد داشت، برای شرکت‌ها نیز می‌تواند ارزش ایجاد کند. در مجموع، نقدشوندگی باعث کشف بهتر قیمت‌ها، کارایی بازار، ایجاد ارزش برای شرکت‌ها از طرق مختلف و ورود بیشتر سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی خواهد شد که برآیند این موارد، جذب بیشتر سرمایه در بازارهای مالی و رشد اقتصادی را حاصل می‌کند (علیزاده و همکاران، ۱۳۹۴).

نظریه موجود در زمینه رابطه نقدشوندگی و بازده سرمایه‌گذاری، پیش‌بینی می‌کند که سهام کمتر نقدشونده، بازده بالاتری داشته باشند و ریسک نقدشوندگی قیمت‌گذاری می‌شود. بررسی موضوع تحقیق در بازارهای متفاوت، استفاده از معیارهای متفاوت برای نقدشوندگی و همچنین روش‌های تجزیه و تحلیل متفاوت، ممکن است نتایجی متفاوت با نظریه‌های موجود در زمینه نقدشوندگی به‌دست دهد. تفاوت نتایج در بازارهای کوچک و کم‌تر توسعه‌یافته بیشتر مشهود است (قربانی و همکاران، ۱۳۹۶).

فرصت‌های سرمایه‌گذاری

اگر شرکتی به منابع خارجی برای تأمین سرمایه‌گذاری مطلوب خود دسترسی نداشته باشد و تنها از نظر سرمایه‌گذاری متکی به منابع داخلی باشد، می‌توان برنامه‌های سرمایه‌گذاری بهینه آن را به‌صورت شکل ذیل ترسیم نمود.



شکل (۱). فرصت‌های سرمایه‌گذاری

فرض کنید اهرم مالی صفر بوده و مالیات بر درآمد وجود نداشته باشد. کل ارزش فرصت‌های سرمایه‌گذاری k و بازده آن I در محور عمودی مشخص گردیده است.

همان‌طور که مشاهده می‌کنید منحنی بازده سرمایه‌گذاری نزولی است که حاکی از این واقعیت است که شرکت‌ها ابتدا سرمایه‌گذاری‌هایی با بیشترین بازده را انتخاب می‌نمایند در محور افقی I^* نشانگر وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری بهینه است و بیانگر اینست که شرکت باید برای حداکثر کردن ثروت سهامداران تا موقعی که هزینه نهایی سرمایه‌گذاری با بازده نهایی برابر گردد $I=K$ ، پروژه‌های سرمایه‌گذاری را به انجام رساند (بهرام‌فر، ۱۳۹۱). ولی با فرض عدم استفاده از منابع خارجی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها دو حالت زیر ممکن است پیش آید:

۱- درآمدهای شرکت کمتر از مقدار لازم برای سرمایه‌گذاری بهینه باشد ($E < I^*$).

فرض کنید درآمدها شرکت به اندازه $E1$ باشد ($E1 < I^*$)؛ بنابراین به دلیل اینکه در این نقطه، بازده حاصله از سرمایه‌گذاری بزرگ‌تر از هزینه آن ($K < I$) می‌باشد، شرکت باید تمامی وجوه در دسترس خود را صرف سرمایه‌گذاری

کرده و سودی پرداخت ننماید. این وضعیت را شرکت باید تا زمانی که درآمدها برابر با وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری مورد قبول باشد، حفظ نماید.

۲- درآمدهای شرکت بزرگ‌تر از مقدار وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری بهینه باشد ($E > I^*$). در این حالت به دلیل اینکه تمامی فرصت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده تأمین مالی شده‌اند و مبالغی در شرکت به صورت مازاد وجود دارد، شرکت بهتر است مانند نقطه E_2 مبالغ اضافی را به صورت سود به سهامداران پرداخت نماید، زیرا که در بعد از نقطه I^* هزینه سرمایه‌گذاری از درآمدهای حاصله از آن بزرگ‌تر می‌گردد ($K > r$)؛ بنابراین شرکت بایستی سودی به اندازه $(OE_2 - OI)$ پرداخت نماید (چان و همکاران، ۲۰۱۳).

پیشینه پژوهش

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.

ایمانی (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی مالکیت نهادی و فرصت سرمایه‌گذاری و سودآوری بر ارزش شرکت پرداخت 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.

پیری و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی بررسی رابطه بین هزینه تأمین مالی و بازده مازاد با اثر تعدیل‌گری فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرداختند و نتایج پژوهش بیانگر این است که هزینه تأمین مالی رابطه مثبت و معناداری با بازده مازاد دارد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری با بازده مازاد دارد. همچنین نقش تعدیل‌کنندگی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در رابطه بین هزینه تأمین مالی و بازده مازاد، منفی و معنادار است.

کامیابی و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر فرصت‌های رشد، محدودیت مالی و درماندگی مالی بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های کوچک و متوسط پرداختند و یافته‌های تحقیق حاضر نشان می‌دهد که سرعت شرکت‌های کوچک و متوسط در تعدیل میزان وجه نقد نگه‌داری شده برای رسیدن به سطح هدفمند خود تحت تأثیر فرصت‌های رشد، محدودیت‌های مالی و درماندگی مالی قرار می‌گیرد.

محمدزاده سالطه و ایضی (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی تأثیر محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر اقلام تعهدی اختیاری پرداختند و نتایج نشان داد که محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر مستقیم دارد. بدین معنا که محدودیت در تأمین مالی با ذخیره اخبار بد و در نهایت با سقوط قیمت سهام مرتبط است. همچنین شرکت‌های نمونه به گروه شرکت‌های با اقلام تعهدی اختیاری بالا و پایین تقسیم شدند و در نهایت نتایج نشان داد که تأثیر مثبت محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌هایی که اقلام تعهدی اختیاری بالایی دارند شدیدتر است.

دان لی و ینگ شیا^۱ (۲۰۲۱)، در پژوهشی به بررسی نقدشوندگی و مدیریت سود پرداختند و نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که نقدینگی کمتری دارند، بیشتر درگیر مدیریت سود واقعی هستند. همچنین نقدینگی سهام از طریق افزایش حاکمیت توسط سرمایه‌گذاران بلندمدت نهادی از طریق تجارت و مداخله مستقیم و از طریق تسهیل فروش

کوتاه به مدیران، به جلوگیری از مدیریت سود واقعی کمک می‌کند. این اثر در شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند شدیدتر است.

یانگ‌یانگ‌چن و همکاران^۱ (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی تأمین مالی شرکت برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری در دنیایی از مالکیت متقابل نهادی پرداختند و نتایج پژوهش نشان می‌دهد که وجود مالکین متقابل نهادی، تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت را تسهیل می‌کند، مطابق با مالکین بین‌المللی نهادها، 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 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.

فلیچر^۲ (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 سبد سهام نیز مؤثر است.

فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش و همچنین به‌منظور دست‌یابی به اهداف پژوهش، فرضیه ذیل ارائه می‌گردد.
فرضیه اول: نقدشوندگی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد.
فرضیه دوم: محدودیت مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد.
الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چند متغیره است؛ بنابراین، مدل زیر برای انجام آزمون فرضیه انتخاب شده است:

معادله (۱).

$$IO_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

معادله (۲).

$$IO_{it} = \beta_0 + \beta_1 KZ_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در معادله فوق:

IO شاخص فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t؛

KZ شاخص محدودیت مالی شرکت i در سال t؛

LIQ شاخص نقدشوندگی شرکت i در سال t؛

SIZE اندازه شرکت i در سال t؛

LEV اهرم مالی شرکت i در سال t؛

تعریف متغیرها به صورت عملیاتی به شرح جدول (۱) زیر است:

جدول (۱). نحوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نوع متغیر	نحوه اندازه گیری
محدودیت مالی	تعدیل گر	$KZ = -1/002 * CFO + 0/383 * Q\text{-tobin} + 3/139 * LEV - 39/368 * Div - 1/315 * C$
نقدشوندگی	مستقل	کل سهام منتشر شده شرکت / تعداد سهام معامله شده شرکت
فرصت های سرمایه گذاری	وابسته	ل جمع ارزش بازار سهام + (جمع ارزش دفتری سهام - جمع ارزش دفتری دارایی ها)
اندازه شرکت	کنترلی	$\ln(\text{تعداد سهام} * \text{قیمت سهام})$
اهرم مالی	کنترلی	نسبت بدهی جاری به کل دارایی ها

روش شناسی پژوهش

با توجه به این که داده ها مربوط به اطلاعات شرکت های واقعی بوده و نتایج آن می تواند راه گشای تصمیم های فعالان بازار سرمایه قرار گیرد از این رو پژوهش کاربردی محسوب می گردد. 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 جمع آوری داده ها از نوع پژوهش های کمی و از لحاظ زمان اجرا گذشته نگر و همچنین منطق اجرا استقرایی می باشد. مقیاس اندازه گیری داده های جمع آوری شده، مقیاس نسبی است. مقیاس نسبی دارای کلیه ویژگی های مقیاس های فاصله ای، ترتیبی و اسمی است. مقیاس نسبی، دقیق ترین مقیاس اندازه گیری است. این مقیاس دارای ارزش صفر حقیقی می باشد؛ یعنی نقطه ای در مقیاس که نمایانگر فقدان کامل ویژگی مورد اندازه گیری است.

جامعه پژوهش حاضر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ که بالغ بر ۶۲۰ شرکت است، در نظر گرفته شده است. در این پژوهش از حذف سیستماتیک جهت انتخاب نمونه ها استفاده شده است.

با توجه به محدودیت ها ۱۴۰ شرکت به عنوان نمونه ی پژوهش مورد استفاده قرار گرفتند.

به طور کلی اطلاعات و داده های این پژوهش با استفاده از دو روش کتابخانه ای و اسناد سازمانی گردآوری شده است.

یافته های پژوهش

توصیف اطلاعات گردآوری شده یکی از فرآیندهای پژوهش در بخش تجزیه و تحلیل داده های پژوهش است که گزارش آنها در پژوهش، مهم است. داده های پژوهش با استفاده از منابع اطلاعاتی دست دوم گردآوری و دسته بندی شده است. توصیف اطلاعات و داده های آماری با توجه به مقیاس های اندازه گیری انتخاب می گردد. بنابراین در این بخش در مورد ویژگی های نمونه آماری و شاخص های مربوط به صورت های مالی اعضای نمونه آماری بحث و بررسی صورت گرفته است که در ادامه به آنها در دو بخش جداگانه پرداخته شده است.

به‌طور کلی، روش‌هایی را که به‌وسیله آن‌ها می‌توان اطلاعات جمع‌آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می‌نامند. لازم به ذکر است که پس از حذف داده‌های پرت و مرتب‌سازی داده‌ها، تعداد شرکت-سال‌های متغیرهای پژوهش با اندکی کاهش مواجه شده است.

جدول (۲). شاخص‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

متغیرهای پژوهش	نماد	تعداد سال-شرکت	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه
محدودیت‌های مالی	KZ	۷۰۰	۱۴/۳۵	۱۴/۲۸	۲/۱۸۹	۳۸/۱۳	۲/۱۲۷
نقدشوندگی	LIQ	۷۰۰	۰/۵۲۲	۰/۴۹۶	۰/۰۹۵	۱/۸۷۶	۰/۰۲۱
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	IO	۷۰۰	۱/۴۳۷	۱/۴۱۳	۲/۱۳۷	۴/۵۹۹	۰/۴۸۱
اندازه شرکت	SIZE	۷۰۰	۱۲/۳۰	۱۲/۱۱	۱/۸۲۴	۱۵/۸۷	۹/۴۱۳
اهرم مالی	LEV	۷۰۰	۰/۶۵۸	۰/۶۳۸	۰/۴۱۹	۰/۸۹۳	۰/۰۷۸

در مطالعه حاضر روش برآورد مدل براساس داده‌های تابلویی است. این روش تلفیقی از اطلاعات سری زمانی (۱۳۹۶-۱۴۰۰) و داده‌های مقطعی ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. تمامی ارقام محاسبه شده برای هر یک از متغیرهای مدل برحسب 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 چندمتغیره ارائه شده‌اند.

جدول (۳). نتایج آزمون چاو، جهت تشخیص همگن یا ناهمگن بودن مقاطع

آزمون مدل	F	احتمال آماره F	نتیجه آزمون چاو
مدل اول	۱۳/۴۶۲	۰/۰۰۰۰	H_0 رد می‌شود.
مدل دوم	۱۰/۹۸۲	۰/۰۰۰۰	H_0 رد می‌شود.

همان‌گونه که در جدول (۳)، دیده می‌شود، نتیجه آزمون چاو، نشان می‌دهد که احتمال به‌دست آمده برای آماره F در مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل‌ها، داده‌ها به‌صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند.

جدول (۴). نتایج آزمون هاسمن، جهت تشخیص استفاده از اثرات ثابت یا تصادفی

آزمون مدل	مقدار آماره	احتمال آماره	نتیجه آزمون
مدل اول	۲۲/۷۵۹	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
مدل دوم	۲۷/۱۰۰	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

طبق نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل پژوهش، با توجه به اینکه در آزمون ۵ درصد میزان آماره هاسمن برای مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ صدم است، لذا H_0 رد می‌شود. H_0 نشان می‌دهد که روش اثرات تصادفی ناسازگار می‌باشد و بایستی از روش اثرات ثابت استفاده شود.

جدول (۵). نتایج آزمون فرضیه اول

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	Prob.
مقدار ثابت	C	۰/۵۳۲	۰/۱۷۰	۳/۱۲۰	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی	β_1 (LIQ)	۰/۳۸۰	۰/۱۰۲	۳/۷۱۷	۰/۰۰۰۷
اندازه شرکت	β_2 (SIZE)	۰/۱۳۸	۰/۰۶۲	۲/۱۹۹	۰/۰۰۵۲
اهرم مالی	β_3 (LEV)	-۰/۲۵۵	۰/۰۸۵	-۳/۰۰۱	۰/۰۰۰۱
آماره F		۱۱/۴۵۰			
سطح معناداری (Prob.)		(۰/۰۰۰)			
آماره دوربین واتسون		۱/۹۲۵			
ضریب تعیین (R2)		۰/۶۶۲			
ضریب تعیین تعدیل شده (AdjR2)		۰/۶۴۰			

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به پایین بودن سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب ۱ نتایج آزمون نشان می‌دهد نقدشوندگی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ بنابراین H_0 پژوهش را می‌توان در سطح خطای ۵ درصد رد کرد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته‌اند ۶۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

آزمون فرضیه دوم

محدودیت مالی بر رابطه بین نقدشوندگی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد.

جدول (۶). نتایج آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	Prob.
مقدار ثابت	C	۰/۴۶۰	۰/۱۳۸	۳/۳۲۹	۰/۰۰۰۰
محدودیت مالی	β_1 (KZ)	-۰/۶۸۴	۰/۲۴۶	-۲/۷۷۸	۰/۰۰۱۰
اندازه شرکت	β_2 (SIZE)	۰/۱۵۹	۰/۰۴۹	۳/۲۲۷	۰/۰۰۰۴
اهرم مالی	β_3 (LEV)	-۰/۳۷۸	۰/۱۴۳	-۲/۶۳۱	۰/۰۰۴۱
آماره F		۱۲/۷۵۶			
سطح معناداری (Prob.)		(۰/۰۰۰)			
آماره دوربین واتسون		۱/۹۶۲			
ضریب تعیین (R2)		۰/۵۳۱			
ضریب تعیین تعدیل شده (AdjR2)		۰/۵۱۶			

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به پایین بودن سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب ۱ نتایج آزمون نشان می‌دهد

محدودیت مالی بر رابطه بین نقدشوندگی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد؛ بنابراین H_0 پژوهش را می‌توان در سطح خطای ۵ درصد رد کرد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته‌اند ۵۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

نتیجه‌گیری کلی

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر محدودیت مالی و نقدشوندگی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۰ است. تأثیر متغیرهای مستقل با استفاده از داده‌های تابلویی و روش اثرات ثابت در شرکت‌ها بررسی شده است. نتایج به دست آمده حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها نشان داد که نقدشوندگی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد. در تفسیر این نتیجه باید نمود که سرعت و قابلیت نقدشوندگی سهام از عوامل مهم در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه است. سرمایه‌گذاران در انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری، علاوه بر ریسک و بازده، به میزان نقدشوندگی آن‌ها توجه خاصی دارند. نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها بسیار مهم است، زیرا سرمایه‌گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی خود را به فروش برسانند، آیا بازار مناسبی برای آن‌ها وجود دارد یا خیر؟ در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای متنوعی جهت سرمایه‌گذاری وجود دارند و سرمایه‌گذاران با عنایت به بازده و ریسک سرمایه‌گذاری دارایی‌های مورد نظر خود را برمی‌گزینند؛ بنابراین شرکت‌هایی که دارای عملیات متنوع‌تر و دارای تجارت همزمان با بازار هستند دارای رابطه مثبت و مستقیم با سرمایه‌گذاری دارند، چون گردش معاملات معیاری مهم جهت افزایش نقدشوندگی است و این مسأله عاملی مهم در فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. محدودیت مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد. در تفسیر این نتیجه باید نمود محدودیت‌های مالی موجب کاهش ارزش شرکت شده و آن‌ها را با نوسانات قیمت سهام مواجه می‌کند. شرکت‌ها برای فرار از محدودیت مالی، به دنبال تأمین مالی از طریق وام می‌روند، اما هزینه‌های تأمین مالی ممکن است برای شرکت‌ها زیاد باشد. بنابراین، مدیران برای نشان دادن چهره خوب از شرکت، برای مطلوب نشان دادن وضعیت شرکت، اخبار بد شرکت را کتمان می‌کنند که این عوامل باعث کاهش شفافیت گزارشگری مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری به دلیل محدودیت مالی می‌شود.

منابع

- آقایی، محمدعلی، نظافت احمدرضا، ناظمی اردکانی، مهدی و جوان، علی‌اکبر. (۱۳۸۸)، بررسی عوامل مؤثر بر نگه‌داری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، سال. اول، شماره. اول و دوم.
- اروجی، افسانه. (۱۳۸۹)، بررسی رابطه انحراف از وجه نقد مورد انتظار شرکت با عملکرد عملیاتی و بازده سهام شرکت، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
- استانداردهای حسابداری ایران. (۱۳۹۲)، نشریه ۸۶ سازمان حسابرسی.
- اشرف‌زاده، سیدحمیدرضا و مهرگان، نادر. (۱۳۸۷)، اقتصادسنجی پانل دیتا، انتشارات دانشگاه تهران.
- اکبری، محسن؛ قلیزاده، محمدحسین و فرخنده، مهسا. (۱۳۹۶)، بررسی نقش تعدیل‌گر درصد مدیران غیرموظف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی، فصلنامه پژوهش حسابداری، دوره هفتم، شماره اول.

- انواری رستمی، علی اصغر؛ احمدیان، وحید و میرزاده، سیداصغر. (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر جریان نقد عملیاتی و ساختار سرمایه بر تصمیمات سرمایه گذاری، فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران.
- ایمانی، منصور. (۱۳۹۹)، بررسی مالکیت نهادی و فرصت سرمایه گذاری و سودآوری بر ارزش شرکت، مجله پژوهش های جدید در مدیریت و حسابداری، شماره ۳۸ (۶۴): ۲۶۰-۲۳۳.
- بهرام فر، نقی. (۱۳۹۱)، رابطه بین سود هر سهم، تقسیم سود و سرمایه گذاری، بررسی های حسابداری و حسابرسی.
- بیگلر، کیومرث. (۱۳۸۵)، بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و ویژگی های عملکردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- پیری، پرویز؛ آشتاب، علی و رسولی، معصومه. (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین هزینه تأمین مالی و بازده مازاد با اثر تعدیلگری فرصت های سرمایه گذاری، فصلنامه دانش حسابداری مالی، دوره ششم، شماره دوم، ۱۸۳-۱۶۱.
- پیکانی، محسن. (۱۳۹۱)، رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی با سود هر سهم در شرکت های خودروسازی، مجله اقتصادی، دوره ۱۲ (۱۱ و ۱۲): ۱۲۲-۱۱۱.
- جعفری، احسان. (۱۳۸۷)، بررسی ارتباط جریان های نقدی صندوق های سرمایه گذاری مشترک و شاخص بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی.
- جعفری رکنی، هادی. (۱۳۸۹)، ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و انتخاب روش استهلاک در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی، واحد جنوب.
- جهانخانی، علی و پارسائیان، علی. (۱۳۸۹)، مدیریت مالی، انتشارات سمت، تهران.
- Beyer, A., Cohen, D.A., Lys, T.Z., Walther, B.R., (2010). The financial reporting environment, review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3), 296-343.
- Gunasekarage, A., Luong, H., Truong, T.T. (2020). Growth and market share matrix, CEO power, and firm performance. *Pacific - Basin Finance Journal*, 59, 101-257.
- Miller, K.D., Bromiley, P., (1990). Strategic risk and corporate performance, an analysis of alternative risk measure. *The Academy of Management Journal*, 33(4), 756-779.
- Muhammad Ateeq & Rehman. (2021). The Impact of Investor Sentiment on Returns, Cash Flows, Discount Rates, and Performance, *Borsa Istanbul Review* Available online 17 June 2021
- Sow, I., Tozo, K. (2019). The impact of Corporate Governance on firm's Performance and Earnings Management: The Case of China's Listed firms. *International Journal of Science and Business*, 3(1), 84-96.
- Tran, H., Turkiela, J. (2020). The powers that be: Concentration of authority within the board of directors and variability in firm performance, *Journal of Corporate Finance*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3318660>.