

تأثیرات سرمایه گذاری بیش از حد، اهرم و نقدینگی سیستم مالی: یک رویکرد چالش برانگیز

سحر دادسرشت^۱

نگار خسروی پور^{۲*}

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۴/۱۹ تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۰۴/۳۱

چکیده

سرمایه گذاری بیش از حد بر اهرم مالی و نقدینگی سیستم مالی شرکت ها تأثیر گذار است. رابطه ای بین اهرم شرکت های بزرگ و سرمایه گذاری بیش از حد زمانی که نقدینگی سیستم مالی بالا است ایجاد می شود و این امر موجب تغییر در نقش اهرم مالی می شود. هدف از این تحقیق، بررسی تأثیر نقدشوندگی سیستم مالی و اهرم مالی شرکت در سرمایه گذاری بیش از حد شرکت است. با شناخت این تأثیرات می توانیم از ایجاد نقدینگی بیش از حد که منجر به مشکل در سرمایه گذاری و همچنین ایجاد خلل در اهرم مالی شرکت ها می گردد، جلوگیری کنیم. در این پژوهش داده های ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی محدوده زمانی سالهای ۱۳۹۱ لغایت ۱۳۹۶ را مورد بررسی قرار می دهد. برای بررسی این تأثیرات متغیرهای سرمایه گذاری بیش از حد (OVERI)، اهرم مالی (LEV)، نقدینگی (DLIQ)، جریان نقدی آزاد شرکت (FCF)، تمرکز مالکیت (OWN)، مالکیت خانوادگی (FAM) و نسبت جاری (CR) مورد ارزیابی قرار می گیرند. در تحلیل داده ها ابتدا آزمون F-Limer (چاو) برآورد می شود تا مشخص شود که باید از رگرسیون تجمیعی (تلفیقی) استفاده شود یا از رگرسیونی داده های تابلویی، در گام بعد به انجام آزمون های جارک برا (Jarque-Bera) برای سنجش نرمال بودن خطاهای مدل، بروش گادفری (Breusch-Godfrey) به منظور انجام خودهمبستگی سریالی و بروش پاگان (Breusch-Pagan) برای کشف ناهمسانی واریانس در داده های ترکیبی استفاده می شود. در این پژوهش، از روش داده های ترکیبی برای برآورد مدل و آزمون فرضیه ها استفاده شده است و برای تعیین نوع الگوی مدل از آزمون چاو و هاسمن استفاده شد. با توجه به نتایج این آزمون ها، الگوی رگرسیونی تلفیقی مورد استفاده قرار گرفت. در نهایت، نتایج آزمون فرضیه تحقیق نشان داد که فرضیه اول و دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تأیید شده است.

واژگان کلیدی

سرمایه گذاری بیش از حد، نقدینگی و اهرم مالی

^۱ دانش آموخته کارشناسی ارشد رشته حسابداری، موسسه آموزش عالی غیر دولتی - غیرانتفاعی سمگان، آمل، ایران (s.dadseresht90@gmail.com)

^{۲*} استادیار حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی تهران مرکز، تهران، ایران (نویسنده مسئول) (N-khosravipour@yahoo.com)

۱. مقدمه

سرمایه گذاری بیش از حد بر اهرم مالی و نقدینگی سیستم مالی شرکت‌ها تاثیر گذار است. رابطه ای بین اهرم شرکت‌های بزرگ و سرمایه گذاری بیش از حد زمانی که نقدینگی سیستم مالی بالا است ایجاد می‌شود و این امر موجب تغییر در نقش اهرم مالی می‌شود.

ساختار سرمایه یک شرکت رابطه بین بدهی و حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد. پژوهشگران زیادی در مدل‌های خود اهرم مالی شرکت را به منزله متغیر نشانگر ریسک شرکت یا وضعیت مالی آن شناسایی کرده اند. از دیدگاه بازار کامل سرمایه، تا وقتی پروژه‌های سرمایه گذاری با بازدهی متجاوز از هزینه مورد نیاز آن‌ها وجود داشته باشد، شرکت برای تأمین مالی آن‌ها از عایدات نگهداری شده استفاده خواهد کرد و اگر عایدات مؤسسه پس از تأمین مالی تمامی فرصت‌های سرمایه گذاری باقی ماند، عایدات بین سهامداران توزیع می‌شود. اما اگر فرصت‌های سرمایه گذاری بیشتر از عایدات مؤسسه باشد، شرکت ناگزیر از انتشار سهام جدید یا گرفتن وام خواهد شد.

هدف از این مقاله، بررسی تأثیر نقدشوندگی سیستم مالی و اهرم مالی شرکت‌ها در سرمایه گذاری بیش از حد است. ما معتقدیم که وقتی بودجه‌های خارجی به آسانی قابل دسترسی هستند، همانطور که در دوره‌های پولی انبساطی، بدهی نقش سنتی خود را به عنوان یک مکانیزم کنترل اداری رفع می‌کند. در عوض، عرضه نقدینگی سیستماتیک منجر به افزایش سرمایه شرکت می‌شود و مشکل سرمایه گذاری بیش از حد را تشدید می‌کند. نتایج ما نشان می‌دهد رابطه مثبت و معنا داری بین اهرم شرکت‌های بزرگ و سرمایه گذاری بیش از حد، زمانی که نقدینگی سیستم مالی بالا است، تأیید تغییر در نقش توسط اهرم مالی است. در سطح اقتصاد کلان، تحقیقات ما موارد خاصی را درباره تزیق نقدینگی در جهان مطرح می‌کند. در دو دهه گذشته، تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها در محیطی است که توسط قوانین بازنشستگی مالی و سیاست‌های گسترش پولی انجام می‌شود. بحران اقتصادی رکود اقتصادی، به ویژه پس از سال ۲۰۰۰ هنگامی که انفجار حباب دات کام، بانک‌های مرکزی کشورهای توسعه یافته را رهبری کرد تا سیاست‌های کم هزینه ای را برای احیای سرمایه گذاری شرکت‌ها به اجرا درآورد. (اسکاروهمکاران، ۲۰۱۸)

بدهی باعث ایجاد محدودیت برای مدیران می‌شود در حالی که سرمایه، انعطاف پذیری و توان تصمیم‌گیری را افزایش می‌دهد. اصولاً استفاده از بدهی در ساختار مالی موجب می‌شود بازده مورد انتظار سهامداران افزایش یابد، ولی این امر می‌تواند افزایش ریسک شرکت را نیز سبب شود. بطور کلی استفاده از بدهی در ترکیب مالی شرکت‌ها مثل شمشیر دولبه عمل نموده و هم می‌تواند افزایش ارزش شرکت‌ها را سبب شده و هم موجب کاهش ارزش شرکت گردد.

از طرفی وجوه نقد یکی از دارایی‌های خیلی آسیب پذیر از اعمال و رفتار مدیران است و مدیران در هزینه کردن وجوه نقد به دو روش محافظه کارانه و جسورانه عمل می‌کنند. در روش محافظه کارانه سعی می‌کنند که وجوه نقد را برای پرداخت‌های آتی، فرصت‌های سرمایه گذاری و... نگهداری کنند. در حالی که در روش جسورانه، در پروژه‌های دارای ریسک سرمایه گذاری می‌کنند. در روش اول، احتمال نگهداری وجوه نقد را کم بیشتر وجود دارد که براساس تئوری‌های ارزش زمانی پول، از ارزش وجوه نگهداری شده به مرور زمان کاسته می‌شود. از طرفی در این روش میتوان با تشخیص و ارزیابی مناسب فرصت‌های سرمایه گذاری، موجبات سودآوری و ایجاد ارزش بیشتر برای شرکت را فراهم آورد. در روش دوم از استراتژی‌های جسورانه در هزینه کردن وجوه نقد استفاده می‌شود که این امر میتواند منجر به سرمایه گذاری در پروژه‌های غیرسودآور را سبب شود و در نهایت ارزش شرکت کاهش یابد. از طرفی سرمایه

گذاری بر روی پروژه‌های دارای ریسک می‌تواند بازدهی بیشتر را نیز سبب شود (هارفورد، 1999) (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۸) (دیتمار و همکاران، ۲۰۰۳). ما در تحقیق حاضر به دنبال پاسخ مناسب و علمی برای این پرسش‌ها هستیم که: "آیا سرمایه گذاری بیش از حد بر اهرم مالی جامعه مورد مطالعه تاثیر دارد؟" و "آیا سرمایه گذاری بیش از حد بر نقدینگی جامعه مورد مطالعه تاثیر دارد؟"

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

۲-۱. مبانی نظری تحقیق

۲-۱-۱. روش‌شناسی تحقیق در حسابداری

رویکرد استقرا:

بکارگیری رویکرد استقرا در تحقیق بر مشاهده و استنتاج و تعمیم بر اساس مشاهدات تاکید دارد. بنابراین این روش با عبارت "حرکت از جزء به کل" مورد اشاره قرار می‌گیرد.

تحقیق استقرایی قابل قبول باید مساله مورد تحقیق را به دقت تعریف نماید. علاوه بر این تحقیق باید مبتنی بر فرضیه یا فرضیات قابل آزمون باشد که با انتخاب نمونه مناسب از جامعه مورد تحقیق، گردآوری اطلاعات مورد نیاز از نمونه منتخب، و استفاده از مدل آماری مناسب برای تعمیم مشاهدات، استنتاج لازم در مورد فرضیه یا فرضیات به عمل آید. (بریگهم و همکاران، ۱۹۹۶)

گلاس و استراوس^۱ برای نخستین بار، رویکرد یا استراتژی مفهوم سازی تئوری بنیادی^۲ را به جامعه علمی معرفی کردند. هدف این استراتژی، پررنگ کردن رویکرد استقرایی^۳ در پژوهش بود؛ زیرا در پی ایجاد تئوری از طریق داده‌های جمع آوره شده بود، نه از طریق بررسی ادبیات پژوهش و سپس آزمون تئوری تدوین شده، که اکنون در مجامع دانشگاهی و نیز سازمان‌ها و شرکت‌ها رویکرد غالب است. این استراتژی نوعی پژوهش کیفی^۴ است، مساله پژوهش دقیقاً در قالب متغیرهای مستقل و وابسته بیان نمی‌شود، بلکه فقط سوال اصلی پژوهش مطرح می‌گردد. محورهای کلیدی در این استراتژی، کدها^۵، مفاهیم^۶ و مقوله‌ها^۷ اعم از فرعی و اصلی هستند. کاربرد این استراتژی در مطالعات سازمانی نوید بخش تئوری پردازی از طریق رویکرد استقرایی است. (دانایی فر، ۱۳۸۴).^۱

این رویکرد برگرفته از روش تجربی است؛ روشی که مورد استفاده پژوهشگران علوم طبیعی قرار می‌گیرد. طرفداران این رویکرد، فریفته موفقیت‌های بزرگی گردیدند که پژوهشگران علوم طبیعی به کمک این روش‌ها در حوزه علوم طبیعی کسب نمودند. (واتس و همکاران، ۱۹۹۰)

^۱ Glaser & Strauss

^۲ Grounded Theory

^۳ Inductive Approach

^۴ Qualitative Research

^۵ Codes

^۶ Concepts

^۷ Categories

استدلال در این رویکرد براساس منطق استقرایی است. این رویکرد از مشاهده و اندازه گیری پدیده‌های مورد نظر آغاز و به نتیجه گیری و تعمیم آن‌ها ختم میشود. (بلکاو، ۲۰۰۴) در حسابداری کاربرد این روش با مشاهده اطلاعات مالی بنگاه‌ها آغاز گردیده، براساس میزان تکرارپذیری و فراوانی روابط میان پدیده‌ها، نسبت به استنتاج اصول و روش‌های حسابداری اقدام خواهد شد.

۲-۱-۲. کاربرد رویکرد اثباتی در حسابداری

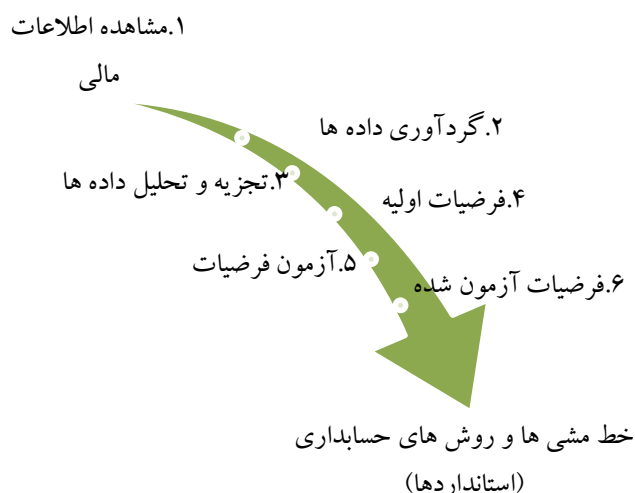
از بعد معرفت شناسی، طرفداران این رویکرد به جدایی بین مشاهده گر و پدیده مورد مشاهده معتقدند. به عبارتی در این رویکرد مشاهدات عینی بسیار مهم هستند و فرض بر آن است که پژوهشگر و پدیده مورد مشاهده از هم مستقل‌اند؛ بدین معنی، پژوهشگر واقعیت را مشاهده میکند و یا ممکن است دستکاری نماید، اما ذهنیت و ارزش‌های وی بر آن تاثیر نمیگذارند. (اندرسون، ۱۹۸۶)

طرفداران این رویکرد بر این باورند که واقعیت‌های عینی (روابط میان پدیده‌های حوزه معرفتی) را میتوان با استفاده از قوانین طبیعی کشف نمود. (گوبا و همکاران، ۱۹۹۴) اثبات‌گرایان در علوم طبیعی، معتقدند فقط یک واقعیت عینی وجود دارد، اما اثبات‌گرایان در حسابداری معتقدند؛ واقعیت‌های عینی متفاوتی وجود دارد. از این رو، به ساخت یافته‌های اجتماعی اعتقاد دارند و بر این باورند که هر جامعه‌ای تأثیرات خاص خود را بر حوزه معرفتی حسابداری دارد که پژوهشگران و اندیشمندان حسابداری باید مورد توجه قرار دهند. طرفداران این رویکرد بیشتر به دنبال کشف و یافتن آنچه هست - تا آنچه که باید باشد- هستند. لذا تئوری بهای تمام شده تاریخی نزد پیروان این رویکرد جایگاه ویژه‌ای دارد .

این روش می‌تواند شاخص‌های برجسته دیگری را در حوزه معرفتی (دانش حسابداری) کشف و به فهرست شاخص‌های موجود اضافه نماید و در پرتو این شاخص‌ها می‌توان نظریه‌های حسابداری را محک زد. از بعد روش شناسی، این رویکرد به دنبال آزمون تئوری به کمک منطق استقرایی است. از مهمترین تئوری‌های برگرفته از رویکرد اثباتی میتوان به دو گروه تئوری‌های زیر اشاره کرد:

-گروه اول مربوط به تئوری‌هایی است که به تبیین و تشریح روش‌های موجود میپردازند. از این تئوری‌ها میتوان به عنوان تئوری بهای تمام شده تاریخی و تئوری‌های تخصیص هزینه‌ها یاد نمود.

-گروه دوم مربوط به تئوری‌های است که به تبیین و تشریح نقش مدیریت در انتخاب خط مشی‌های حسابداری و تئوری -های هموارسازی سود می‌پردازند. (رمضان احمدی، ۱۳۸۸)



نمودار شماره ۱ کاربرد رویکرد اثباتی در حسابداری

۲-۲. پیشینه تحقیق

توکل نیا و همکاران در پژوهشی به بررسی اهرم مالی و ارتباط آن با توانایی مالی، رشد و سرمایه گذاری سنگین در دارایی های ثابت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و آنچه تصمیم گیری درباره ساختار سرمایه از مشکل ترین و چالش برانگیزترین مسائل پیش روی شرکت هاست. هدف اصلی در این مطالعه، آزمون ارتباط انحنایی بالقوه بین سرمایه گذاری در دارایی های ثابت و اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. افزون بر این، ارتباط بین توانایی مالی، رشد و اهرم مالی نیز آزمون شده است. حجم نمونه این تحقیق مشتمل بر ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ است و برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون استفاده شده است. نتایج پژوهش بی اثر بودن رشد بر اهرم مالی و تأثیر مثبت توانایی مالی بر اهرم مالی را نشان می دهد. همچنین، نتایج نشان می دهد، بین سرمایه گذاری در دارایی های ثابت و اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباط U شکل وجود دارد. (توکل نیا و همکاران، ۱۳۹۳)

نوروش و یزدانی در سال ۱۳۸۹ در پژوهشی به بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق پرداختند که نتایج به دست آمده در این تحقیق نشان می دهد که رابطه منفی و معنی دار بین اهرم و سرمایه گذاری برقرار است. همچنین، نتایج نشان می دهند که ارتباط اهرم-سرمایه گذاری برای شرکت هایی با فرصت رشد کم تر، قوی تر از شرکت هایی با فرصت رشد بیشتر است. (نوروش و همکاران، ۱۳۸۹)

نصیری، میرامین و فخری در مطالعه ای در سال ۱۳۹۶ که به بررسی تأثیر اهرم مالی و سود بر میزان نقدینگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، موسسات اقتصادی درصد قابل توجهی از دارایی های خود را به صورت وجه نقدی نگهداری می نمایند و این امر از دیرباز، نظر پژوهشگران و محققان را در مورد عوامل مؤثر بر میزان نگهداری این دارایی ها، به خود جلب کرده است. در تحقیق فوق درصدد بررسی تأثیر ساختار مالی شرکت بر میزان نقدینگی در شرکت ها بوده که شواهد تحقیق حاکی از آن است که میزان سود و اهرم مالی بر میزان نقدینگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر مثبت دارد. (نصیری و همکاران، ۱۳۹۶)

در سال ۱۳۹۱ در مطالعه ای با عنوان تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که توسط افشاری، سعیدی و رشادی انجام گرفته، که در این مطالعه برای اندازه گیری اثر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری از روش رگرسیون تلفیقی و در نظر گرفتن اثرات ثابت و تصادفی بر حسب مورد، و با حضور متغیرهای کنترلی از جمله کیوتوین، فروش، جریان نقد عملیاتی، بازده دارایی ها، نسبت جاری و سود انباشته استفاده شده است. در این پژوهش از دو معیار برای اهرم مالی استفاده شده است، نسبت بدهی به جمع دارایی ها و نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی ها. همچنین شرکت ها بر اساس ارزش بازار به سه گروه شرکت های کوچک، متوسط و بزرگ طبقه بندی شده اند و در هر طبقه تأثیر اهرم بر سرمایه گذاری بررسی شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد هیچ رابطه خطی بین اهرم مالی و سرمایه گذاری شرکت ها در هیچ حالتی وجود ندارد. (افشاری و همکاران، ۱۳۹۱)

احمد پور و مروی زاده در پژوهشی که تحت عنوان ریسک نقدینگی و تأثیر آن بر بازده مازاد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۵ انجام گرفته، در فرهنگ سرمایه گذاری، اصل ثابتی مبنی بر اینکه سرمایه از ریسک و خطر گریزان است و به سوی بازده و سود تمایل دارد، وجود دارد. به همین دلیل است که سرمایه گذاران ریسک گریز از ورود سرمایه خود به جایی که خطر و ریسک وجود دارد یا افق نامشخصی در برابر سود و اصل سرمایه شان هست، امتناع می کنند. یافته های این پژوهش نشان می دهد نقدینگی، اثر منفی و معنادار بر بازده اضافی دارد. نقدینگی بازار، ریسک نقدینگی شرکت و ریسک نقدینگی بازار با بازده اضافی سهام ارتباط معنی داری ندارند. (احمدپور و همکاران، ۱۳۹۵)

دکتر محمدزاده در پژوهشی درباره تأثیر فرصت های سرمایه گذاری، رشد شرکت و بهره وری سرمایه بر عملکرد شرکت در بازار سرمایه ایران در سال ۱۳۹۵ را مورد مطالعه قرار دادند. در پژوهش ایشان تأثیر سه متغیر فرصت های سرمایه گذاری، رشد شرکت و بهره وری سرمایه بر عملکرد شرکت ها مورد بررسی قرار گرفته. نتایج پژوهش نشان می دهد که فرصت های سرمایه گذاری بر عملکرد شرکت تأثیر ندارد و رشد شرکت بر بازده دارایی تأثیر مثبت و معنادار دارد و بر ارزش افزوده بازار تأثیر گذار است. همچنین، بهره وری سرمایه بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد. (محمدزاده سالطه، ۱۳۹۵)

کریمی، شاهوردیانی و نعیمی فر در مطالعه ای در سال ۱۳۹۶ به بررسی تأثیر اهرم مالی بر نقد شوندگی عملیاتی شرکت ها پرداختند، در این تحقیق اهرم مالی متغیر مستقل در نظر گرفته شده تا تأثیر آن بر نسبت جاری، چرخه تبدیل وجه نقد، حاشیه جریان های نقدی و بازده دارایی های شرکت مورد بررسی قرار گیرد. در این تحقیق که از داده های پانل با اثرات ثابت و تصادفی استفاده شده، نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده های شرکت ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان می دهد اهرم مالی بر بازده دارایی ها تأثیر مستقیم دارد. همچنین این نتایج نشان می دهد اهرم مالی بر نسبت جاری و چرخه تبدیل وجه نقد تأثیر معکوس دارد. مضافاً اینکه اهرم مالی بر حاشیه جریان های نقدی تأثیری ندارد. (کریمی و همکاران، ۱۳۹۶)

وحیدی و محمدی به بررسی افت سرمایه گذاری بیش از حد، ارزش حاشیه پول نقد و سیستم های مدیریت شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، در این تحقیق که در سال ۲۰۱۸ صورت گرفته هدف بررسی سرمایه

گذاری بیش از حد سرمایه، ارزش حاشیه نقدینگی و سیستم حکومتی شرکت‌های ذکر شده در بورس اوراق بهادار تهران (TSE) انجام شده است. که نتایج این مطالعه نشان داد که بین ارزش بازار سرمایه گذاری نقدی و سرمایه گذاری بیش از حد شرکت ارتباط معکوس و معناداری وجود دارد اما نظام حکومتی بر رابطه معکوس و معنی داری بین ارزش بازار سرمایه گذاری نقدی و سرمایه گذاری بیش از حد تأثیر نگذاشت. (وحیدی و همکاران، ۲۰۱۸)

هاموری و همکاران^۸ سال ۲۰۱۸ در مطالعه ای به بررسی اهرم مالی بر رشد شرکت پرداختند، این پژوهش به مطالعه شرکت‌های اردنی پرداخت است. آن‌ها به این اعتقاد داشتند که مطالعات گذشته عمدتاً اهمیت ویژگی‌های مالی را در امور تجارت کشورهای توسعه یافته مورد بررسی قرار داده اند، در حالیکه این اهمیت را در میان کشورهای در حال توسعه از بین می‌برد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که، یافته‌ها نشان دهنده عدم ارتباط بین اهرم مالی و رشد دارایی‌ها است، اما همبستگی قابل توجهی با رشد فروش و اشتغال دارد. این مطالعه نشان داد که رشد فروش و اشتغال به طور معناداری و مثبت با اندازه شرکت ارتباط دارد. به طور خلاصه، در این مطالعه، گمانه زنی محدودیت‌های شرکت‌های اردن را رد کرد، اما برعکس، توانایی بدست آوردن منابع مالی خارجی برای نشان دادن پیشرفت موفقیت آمیز را نشان داد. (هاموری و همکاران، ۲۰۱۸)

۳-۲. سوالات / فرضیه‌های تحقیق

به منظور دستیابی به اهداف پژوهش پیشرو، مساله پژوهش در قالب دو فرضیه به شرح زیر صورت بندی شده است:

سوالات: ۱- آیا سرمایه گذاری بیش از حد بر اهرم مالی جامعه مورد مطالعه تأثیر داشته است یا خیر؟

۲- آیا سرمایه گذاری بیش از حد بر نقدینگی جامعه مورد مطالعه تأثیر داشته است یا خیر؟

فرضیات: ۱- اهرم مالی بر سرمایه گذاری بیش از حد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

۲- نقدینگی بر سرمایه گذاری بیش از حد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

۳. روش‌شناسی پژوهش

۳-۱. روش تحقیق و شیوه گردآوری داده‌ها

در پژوهش حاضر از هر دو روش کتابخانه ای و میدانی جهت گردآوری داده‌ها استفاده خواهد شد. داده‌های پژوهش فوق پس از استخراج و جمع آوری، با استفاده از نرم افزار Eviews نسخه ۸ و از طریق روش‌ها و تکنیک‌های اقتصادسنجی به آزمون فرضیات^۲ در سطح اطمینان نود و پنج درصد مورد سنجش قرار می‌گیرند. در صورتیکه هدف بررسی رابطه متغیر وابسته با متغیر مستقل باشد، می‌توان با محاسبه ضریب همبستگی، درجه وابستگی و ارتباط بین دو یا چند متغیر را مشخص کرد. علاوه بر تعیین رابطه همبستگی، اندازه گیری و بررسی میزان تغییر یک متغیر که قابل استناد به متغیرهای دیگر است نیز مدنظر باشد، از تجزیه و تحلیل رگرسیون استفاده می‌شود. استفاده از معادله رگرسیون و تعمیم روند گذشته به آینده با این فرض امکان پذیر است که روند گذشته تعمیم پذیر باشد و ملاک پیش بینی آینده قرار گیرد. چنانچه هدف تحقیق تنها بررسی رابطه متغیر وابسته با متغیر (متغیرهای) مستقل باشد می‌توان با محاسبه ضریب همبستگی، درجه وابستگی و ارتباط بین دو یا چند متغیر را مشخص ساخت. اما در این تحلیل نمی‌توان رابطه علت و معلولی در مورد متغیرها را استنتاج نمود. در صورتیکه علاوه بر تعیین رابطه همبستگی، اندازه گیری و بررسی میزان تغییر

^۸ Basem Hamouri, Mahmoud Al-Rdaydeh, Anas Ghazalat

یک متغیر که قابل استناد به متغیرهای دیگر است نیز مدنظر باشد، از تجزیه و تحلیل رگرسیون استفاده می‌شود. استفاده از معادله رگرسیون و تعمیم روند گذشته به آینده با این فرض امکان پذیر است که روند گذشته تعمیم پذیر باشد و ملاک پیش بینی آینده قرار گیرد. در این تجزیه و تحلیل ضمن تعیین رابطه همبستگی می‌توان ضرایب متغیرهای مستقل را برآورد نمود. در این روش درجات همبستگی و روابط بین متغیرها بررسی می‌شود. اگر تمامی مشاهدات روی خط رگرسیون باشند برازش کامل بدست می‌آید اما این حالت به ندرت اتفاق می‌افتد و انحرافات مثبت و منفی خواهیم داشت در این حالت ضریب تعیین R^2 در رگرسیون مرکب معیار خلاصه ای خواهد بود که بیان می‌نماید چگونه خط رگرسیون نمونه داده‌ها را به خوبی برازش می‌دهد. این ضریب بین صفر و یک قرار خواهد داشت اگر برابر با یک باشد به این معناست که خط رگرسیون ۱۰۰ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهد و اگر صفر باشد مدل تغییرات متغیر وابسته را به هیچ عنوان توضیح نمی‌دهد. هرچه این مقدار به یک نزدیکتر باشد برازش مدل بهتر است. برای تحلیل تجربی عموماً سه نوع داده قابل بررسی است:

۱- سری‌های زمانی

۲- مقطعی

۳- ترکیبی از سری‌های طمانی و مقطعی (تابلویی)

داده‌های سری زمانی داده‌هایی هستند که در یک مقطع مشخص از زمان محاسبه و جمع آوری می‌شوند و بر حسب زمان مرتب شده اند.

داده‌های مقطعی داده‌های هستند که در یک مقطع مشخصی از زمان محاسبه و جمع آوری می‌شوند. برای مثال، داده‌های مربوط به ۱۱۰ شرکت در مقطع خاصی از زمان مثلاً سال ۱۳۸۷ را داده‌های مقطعی می‌نامند.

همچنین برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل تحقیق به روش گشتاور تعمیم یافته برازش خواهد شد که یکی از روش‌های برآورد پارامترهای مدل رهیافت داده‌های تابلویی پویا بوده که قابل استفاده برای داده‌های سری زمانی، مقطعی و داده‌های تابلویی است. این روش اثرات تعدیل پویای متغیر وابسته را در نظر می‌گیرد.

۳-۲. محدوده زمانی و مکانی تحقیق

جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار می‌دهد و محدوده زمانی آن شامل ۶ سال و از سال ۱۳۹۱ تا سال ۱۳۹۶ می‌باشد که بررسی فرضیات تحقیق با استفاده از داده‌های واقعی این سال‌ها انجام می‌پذیرد. به منظور انتخاب نمونه آماری شرایطی به شرح زیر در نظر گرفته شده است:

۱- برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آن‌ها، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.

۲- شرکت‌ها در طی سال‌های پژوهش صورت‌های مالی سالانه حسابرسی شده را به بورس ارائه داده باشند.

۳- طی قلمرو زمانی پژوهش، هیچ گونه توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.

۴- کلیه اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌ها برای پژوهش در دسترس باشد.

۵- جزء بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هولدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند.

با توجه به اینکه روش نمونه گیری در این پژوهش به صورت سیستماتیک بوده و این روش انتخاب تصادفی دنباله ای از واحدهای جامعه است که به یک اندازه ثابت از هم فاصله دارند و با در نظر گرفتن شرایط فوق، از تعداد ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران که در محدوده زمانی ذکر شده فعال بوده و همچنین شرایط بالا را داشته اند در این مطالعه استفاده شده است.

۳-۳. مدل و متغیرهای تحقیق

❖ سرمایه گذاری بیش از حد از طریق روش زیر محاسبه می گردد: (رابطه ۱)

$$INEW_{i,t} = \alpha + \beta_1 INEW_{i,t-1} + \beta_2 BM_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 CASH_{i,t-1} + \beta_5 AGE_{i,t-1} + \beta_6 SIZE_{i,t-1} + \beta_7 STOCKRETURN_{i,t-1} + Year + Industry + country + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر مستقل:

❖ $INEW$ = سرمایه گذاری بیش از حد؛ عبارت است از جریان مخارجی که صرف افزایش یا تثبیت حجم سرمایه واقعی می شود. در این فرمول جایگاه سرمایه گذاری جدید برای شرکت t در سال i به وقوع پیوسته را نشان می دهد.

متغیر وابسته:

❖ LEV = اهرم مالی؛ اهرم به معنای روشی برای تکثیر کردن سود یا زیان است. در فرمول فوق LEV به عنوان ارزش کل بدهی تقسیم بر ارزش کل دارایی ها

❖ $CASH$ = نقدینگی سیستم مالی؛ به حجم پول در گردش نقدینگی گفته می شود. در فرمول فوق $CASH$ یا نقدینگی را به عنوان عاملی که بر سرمایه گذاری تاثیرگذار است در نظر می گیریم.

متغیر کنترلی:

• BM = فرصت های رشد شرکت

• AGE = سن شرکت

• $SIZE$ = اندازه شرکت، الگوریتم طبیعی جمع دارایی های شرکت

• $STOCKRETURN$ = بازده سهام شرکت

❖ از طریق فرمول زیر نقش اهرم مالی و نقدینگی سیستم مالی بر سرمایه گذاری را می سنجیم: (رابطه ۲)

$$OVER_{i,t} = \alpha + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 (LEV_{i,t} * DLIQ_{i,t}) + \beta_3 (FCF)_{i,t} + \beta_4 (OWN15)_{i,t} + \beta_5 (FAM)_{i,t} + \beta_6 (CR)_{i,t} + \mu_{i,t}$$

در این مدل از طریق روش داده های پانل با اثرات ثابت تخمین می زنیم

▪ **DLIQ** را محاسبه می کنیم، که قابل اندازه گیری است. نقدینگی سیستم مالی ارائه شده توسط بانکها و سایر طلبکاران را محاسبه می کند. این یک مقدار زمانی است که نقدینگی سیستم بالاتر از میانگین می باشد و در غیر این صورت صفر می باشد.

متغیر وابسته:

• **LEV** = اهرم مالی؛ اهرم به معنای روشی برای تکثیر کردن سود یا زیان است. در فرمول فوق **LEV** به عنوان متغیری اندازه گیری می شود که در تعامل با متغیر **DLIQ** بتوان میزان تاثیر در سرمایه گذاری بیش از حد و همچنین بدهی تحت تاثیر نقدینگی سیستم مالی را مورد سنجش قرار داد.

متغیر کنترلی:

• **FCF** = جریان نقدی آزاد شرکت

• **OWN** = تمرکز مالکیت

• **FAM** = مالکیت خانوادگی

• **CR** = نسبت جاری

۴. یافته های پژوهش

تجزیه و تحلیل داده ها فرایندی چند مرحله ای است که طی آن داده های جمع آوری شده، تلخیص، طبقه بندی و در نهایت پردازش می شوند تا زمینه اجرای انواع تحلیل بین این داده ها به منظور آزمون فرضیه ها فراهم گردد. هدف از تحلیل و توصیف در آمار، تحلیل جامعه آماری است که به دو طریق توصیفی و استنباطی انجام می شود. در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل داده های جمع آوری شده و آزمون فرضیه ها از هر دو روش تحلیل آماری توصیفی و استنباطی استفاده می شود. در روش توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه جداول و استفاده از ابزار آمار توصیفی نظیر شاخص های پراکندگی و مرکزی، به توصیف داده های تحقیق پرداخته شود و این امر به شفافیت موضوع کمک می کند. به بیانی دیگر پژوهشگر در فرایند تحقیق از آمار توصیفی استفاده می کند تا هر گونه عارضه و ناهنجاری در داده ها را کشف کند. از روش های آمار استنباطی نیز جهت آزمون فرضیات استفاده می شود.

پراستفاده ترین شاخص های آمار توصیفی شاخص های مرکزی، پراکندگی و همبستگی می باشند که برای توصیف و بررسی پیوستگی متغیرها در یک مجموعه داده ها به کار می روند اما در آمار استنباطی برای تعمیم نتایج نمونه به جامعه، علاوه بر توصیف و بررسی پیوستگی متغیرها، نیاز به برآورد و استنباط آماری می باشد. آمار استنباطی کمک می کند تا نتایج را به فراتر از نمونه (به جامعه) تعمیم دهیم. آمار استنباطی با تدوین فرضیه های خاص درباره اینکه انتظار داریم در جامعه واقعاً چه چیز درست باشد، شروع می شود. (احمدی، ۱۳۹۱)

۴-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی به تلخیص، توصیف و توضیح ویژگی‌های مهم داده‌ها گفته می‌شود. در این قسمت داده‌های مختلف به صورت جداول و نمودار نشان داده شده و به دنبال آن شاخص‌های مختلف در این زمینه اندازه گیری می‌شوند.

جدول (1) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نماد متغیر	متغیر	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
OVERI i,t	سرمایه گذاری بیش از حد شرکت‌ها	۰,۱۳	۰,۵۶	۰,۰۱۱	۰,۱۲	۰,۴۶	۳,۳۹
LEV	اهرم مالی	۰/۶۲۸	۰/۹۵۵	۰/۱۲۰	۰/۲۴۶	-۰/۶۷۹	۲/۴۱۵
DLIQ i,t	نقدینگی	۰,۱۲۰	۰/۳۸۷	۰/۰۷۱	۰/۰۴۲	۲/۳۲۹	۸/۴۹۷
FCF	جریان نقدی آزاد شرکت	۰,۱۲۲	۹,۰۰	۳,۰۰	۱,۱۵	۰,۵۹	۲,۸۷
OWN	تمرکز مالکیت	۰,۱۳۳	۰,۷۶۴	۰/۱۳۳	۰/۲۰۸	۰/۱۹۵	۱/۹۹۷
FAM	مالکیت خانوادگی	۰,۳۶۹	۰,۷۶۹	۰,۰۵۹	۰,۲۸۱	-۰,۲۳	۲,۱۵
CR	نسبت جاری	۱,۳۸	۳,۰۶	۰,۳۱	۰,۶۴	۱,۰۹	۳,۷۹

جدول شماره ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر بیشینه، کمینه، میانگین و میانه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد به طوری که اگر داده‌ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. به طور مثال میانگین متغیر سرمایه گذاری بیش از حد شرکت‌ها ۰/۱۳ است.

بیشینه و کمینه به ترتیب نشان‌دهنده بزرگ‌ترین و کوچک‌ترین داده است، به طور مثال بیشینه تمرکز مالکیت ۰/۷۶۴ بوده است. همچنین کمینه متغیر تمرکز مالکیت ۰/۱۳۳ بوده است.

به طور کلی، پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها با یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است، از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای اهرم مالی ۰/۲۴۶ است که به ترتیب نشان‌دهنده کمترین و بیشترین میزان پراکندگی در بین متغیرهای پژوهش نسبت به میانگین است.

ضریب چولگی و کشیدگی از دیگر پارامترهای پراکندگی است که در حالت توصیفی می‌تواند معیاری برای تشخیص نرمال بودن یا نبودن توزیع متغیرها باشد. ضریب چولگی بیانگر تقارن توزیع و ضریب کشیدگی نیز نشان‌دهنده بلندای توزیع است که در مقایسه با توزیع نرمال سنجیده می‌شود. در صورت نرمال بودن توزیع باید این ضرایب به سمت صفر میل

نماید. در صورتی که چولگی برابر صفر باشد توزیع نرمال است. در مورد کشیدگی هم زمانی منحنی نرمال است که کشیدگی آن برابر صفر باشد.

۲-۴. بررسی مفروضات الگوی رگرسیون کلاسیک

پس از تعیین الگوی مناسب برآورد مدل (اثرات ثابت، تصادفی یا الگوی اثرات مشترک) و برآورد مدل با استفاده از الگوهای ذکر شده، نوبت به آزمون فروض کلاسیک می‌رسد. در انجام این تحقیق به منظور تخمین پارامترهای مدل از روش حداقل مربعات معمولی استفاده می‌گردد، این روش بر فرض نرمال بودن توزیع جملات اخلال، عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل، عدم وجود خودهمبستگی بین جملات باقی مانده و عدم وجود ناهمسانی واریانس بین باقی مانده‌ها استوار است. با این تفاسیر برای آزمون نرمال بودن خطاهای مدل از آزمون جارک برا^۹ استفاده می‌شود، به منظور انجام آزمون خودهمبستگی سریالی، از روش بروش گادفری^{۱۰} و برای کشف ناهمسانی واریانس در داده‌های ترکیبی نیز، از آزمون ناهمسانی واریانس بروش پاگان^{۱۱} استفاده می‌شود. (افلاطونی، ۱۳۹۳) (جدول شماره ۲ ~ ۴)

جدول (۲) نتایج آزمون وایت برای مدل پژوهش

فرض آماری	معیار سنجش	آماره آزمون	سطح معنی دار	نتیجه آزمون
فرض صفر: واریانس خطاهای مدل همسان است.	آماره F	۲/۷۲	۰,۰۰	رد فرضیه صفر
	آماره خی دو	۴۲/۰۹	۰,۰۳	

جدول (۳) نتایج آزمون بروش گادفری برای مدل پژوهش

فرض آماری	معیار سنجش	آماره آزمون	سطح معنی دار	نتیجه آزمون
فرض صفر: بین خطاهای مدل خودهمبستگی وجود ندارد.	آماره F	۱/۲۷	۰,۲۸	تأیید فرض صفر
	آماره خی دو	۲/۸۵	۰,۲۳	

همان گونه که در جدول شماره ۲ دیده می‌شود، احتمال آماره F و خی دو کمتر از سطح معناداری می‌باشد، لذا فرض صفر مبنی بر همسان بودن واریانس خطاهای مدل تأیید نمی‌شود و نتایج نشان می‌دهد که مدل دارای ناهمسانی واریانس است. در جدول شماره ۳، به دلیل بیشتر بودن سطح معناداری آماره F و خی دو از سطح معناداری، نشان از این دارد که

^۹ Jarque-Bera

^{۱۰} Breusch-godfrey

^{۱۱} Breusch- Pagan

خطاهای مدل خودهمبستگی ندارند. درمجموع برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس از روش انحراف معیار سازگار شده با ناهمسانی استفاده می شود تا از اعتبار نتایج رگرسیونی اطمینان حاصل شود.

جدول (۴) نتایج آزمون جاک برآ برای مدل پژوهش

نتیجه	احتمال آماره	آماره جاک برآ	فرض آماری
تأیید فرضیه صفر	۰,۳۶	۲,۰۰۹	فرض صفر: خطاهای مدل، دارای توزیع نرمال است.

بر اساس یافته های جدول شماره ۴ ملاحظه می شود که سطح معناداری آماره جاک برآ بیشتر از ۵ درصد است، لذا فرض صفر تأیید می شود. در نتیجه خطاهای مدل نرمال است و از این بابت نیز مشکلی مشاهده نمی شود.

۴-۳. آزمون فرضیه ها

بر اساس یافته های تحقیق و ملاحظات این پژوهش، پیش فرض های استفاده از رگرسیون خطی مرکب در برآورد رابطه بین متغیرها برقرار است. این پیش فرض ها مشتمل بر نرمال بودن توزیع متغیرهای مستقل و تابعی، استقلال خطی متغیرهای مستقل یا فقدان هم خطی بین آن ها، همسانی یا ثبات واریانس ها، اعتبار رابطه خطی برآوردی و برقراری پیش فرض های مربوط به استفاده از روش تحلیل داده های تابلویی است که در بخش قبلی آزمون گردیده است.

در این پژوهش برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است و بر اساس آن فرضیه ها مورد بررسی و آزمون قرار می گیرند.

۴-۳-۱. مدل مربوط به فرضیه پژوهش:

$$OVER_{i,t} = \alpha + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 DLIQ_{i,t} + \beta_3 (FCF)_{i,t} + \beta_4 (OWN)_{i,t} + \beta_5 (FAM)_{i,t} + \beta_6 (CR)_{i,t} + \mu_{i,t}$$

که در آن فرضیه های زیر آزمون می شوند:

۱- اهرم مالی بر سرمایه گذاری بیش از حد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

۲- نقدینگی بر سرمایه گذاری بیش از حد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

۴-۴. برآورد مدل تحقیق

جدول (۵) نتایج حاصل از برآورد الگوی نهایی تحقیق با فرض عرض از مبدأ با اثرات تصادفی در طول مکان و اثرات مشترک در طول زمان

نماد متغیر	متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال آماره t
C	عرض از مبدأ	-۰,۳۰	۰,۰۸	-۳,۹۹	۰,۰۰
LEV	اهرم مالی	-۰,۰۰۳	۰,۰۰۱۱۴	-۳,۰۴	۰,۰۰۲
DLIQ _{i,t}	نقدینگی	۰,۰۱۰	۰,۰۰۱۶	۶,۰۶	۰,۰۰۰
FCF	جریان نقدی آزاد شرکت	۰,۰۲	۰,۰۰۲	۶,۵۵	۰,۰۰
OWN	تمرکز مالکیت	۰,۰۵	۰,۰۳	۱,۸۴	۰,۰۷
FAM	مالکیت خانوادگی	۰,۰۴	۰,۰۰۴	۱۰,۶۴	۰,۰۰
CR	نسبت جاری	-۰,۰۳	۰,۰۰۱	-۳,۹۳	۰,۰۰
ضریب تعیین	۰,۷۴	آماره F	۷,۲۳	آماره دوربین واتسون	۱,۹۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۶۴	احتمال آماره F			۰,۰۰

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول شماره ۵، آماره F به دست آمده از مدل برابر با $۷/۲۳$ و سطح خطای آن ($۰/۰۰$) است و می توان ادعا کرد که در مجموع مدل از معناداری برخوردار است. توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای مدل که برابر ۶۴ درصد است، نشان می دهد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق بیش از ۶۴ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند. در صورتی که قدر مطلق آماره t بزرگتر از ۲ باشد و احتمال متناظر با آن کمتر از سطح خطای ۵ درصد باشد می توان دریافت که متغیر مورد نظر دارای رابطه معناداری با متغیر وابسته است.

در جدول شماره ۵، متغیر اهرم مالی دارای رابطه ای منفی و معنادار با متغیر سرمایه گذاری بیش از حد شرکت ها بوده و دارای ضریبی برابر با $-۰/۰۰۳$ می باشد بنابراین فرضیه فرعی اول تأیید می شود.

همان گونه که در جدول شماره ۵ مشاهده می نمایید، متغیر نقدینگی دارای رابطه ای مثبت با متغیر سرمایه گذاری بیش از حد شرکت ها بوده و دارای ضریبی برابر با $۰/۰۱۰$ می باشد. بنابراین این فرضیه نشان می دهد که نقدینگی بر سرمایه گذاری بیش از حد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران داشته در نتیجه فرضیه دوم تأیید می شود.

۵. بحث و نتیجه گیری

در این تحقیق اهرم مالی و نقدینگی متغیرهای مستقل و سرمایه گذاری بیش از حد متغیر وابسته در نظر گرفته شد. تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، چنانچه طبقه بندی انواع تحقیقات بر اساس ماهیت و روش را مدنظر قرار گیرد، روش تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات همبستگی محسوب می گردد. در بخش داده های پژوهش از طریق جمع آوری های شرکت های نمونه با مراجعه به صورت های مالی، یادداشت های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام پذیرفت. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۲۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده های جمع آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده ها ابتدا پیش آزمون های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جاک - برا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تایید و رد فرضیه های تحقیق (نرم افزار ایویوز) استفاده گردیده است. خلاصه نتایج تحقیق به صورت زیر می باشد. (جدول شماره ۶)

جدول (۶) خلاصه نتایج آزمون فرضیه های تحقیق

فرضیه	شرح فرضیه	نتیجه گیری
اول	اهرم مالی بر سرمایه گذاری بیش از حد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است.	تایید شد
دوم	نقدینگی بر سرمایه گذاری بیش از حد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است.	تایید شد

۲-۵. پیشنهادات تحقیق

۱-۲-۵. پیشنهادات مبتنی بر نتایج تحقیق

✓ با توجه به نتیجه فرضیه اول؛ " اهرم مالی در شرکت های با کارایی سرمایه گذاری بیشتر نسبت به شرکت های با کارایی سرمایه گذاری کمتر تفاوت معناداری دارد." بنابراین به بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود شرکت ها را از لحاظ کارایی سرمایه گذاری شان رتبه بندی کنند. تا از این طریق به سهامداران، سرمایه گذاران و سایر گروه های ذینفع در تصمیمات آن ها کمک شایانی شود.

همچنین، به شرکت ها پیشنهاد می شود نسبت بدهی شرکت را کاهش دهند چرا که با کاهش اهرم مالی کارایی سرمایه گذاری افزایش می یابد.

✓ با توجه به نتیجه فرضیه دوم؛ " نقدینگی بر سرمایه گذاری بیش از حد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است." بنابراین به همه سرمایه گذاران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می شود که هنگام تصمیم گیری، نقدینگی سهام را به عنوان عاملی که منجر به افزایش بیش سرمایه گذاری و به طب افزایش عملکرد شرکت می شود، در نظر بگیرند.

به کلیه پژوهش‌گران و علاقه‌مندان جهت پژوهش، نیز پیشنهاد می‌شود که هنگام استفاده از نقدینگی سهام از چند مدل کمی ساز نقدینگی استفاده نمایند. زیرا نقدینگی سهام از قدرت تبیین متفاوتی برخوردار هستند.

۶. منابع و مآخذ

۱. احمدپور، احمد و مروی زاده، فرشته (۱۳۹۵). ریسک نقدینگی و تأثیر آن بر بازده مازاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی. سال چهارم. شماره سوم. شماره پیاپی (۱۴). ص ۷۷-۹۰.
۲. احمدی، مسعود. (۱۳۹۱). روش تحقیق (اصول و مفاهیم با رویکرد پایان‌نامه نویسی). انتشارات پژوهش‌های فرهنگی.
۳. افشاری، اسداله و سعیدی، علی و رشادی، الهام (۱۳۹۱). تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت. سال پنجم. شماره سیزدهم. ص ۱۷-۲۹.
۴. افلاطونی، عباس. (۱۳۹۳). تجزیه و تحلیل آماری با EViews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی. چاپ اول. تهران. انتشارات ترمه.
۵. توکل‌نیا، اسماعیل؛ فضل‌الله پور نقارچی، مهران و حاتم، جاوید (۱۳۹۳). اهرم مالی و ارتباط آن با توانایی مالی، رشد و سرمایه‌گذاری سنگین در دارایی‌های ثابت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (روابط خطی و انحنایی). راهبرد مدیریت مالی. سال دوم. شماره ۵. ص ۷۹-۱۰۱.
۶. دانایی‌فر، حسن (۱۳۸۴). تئوری پردازی با استفاده از رویکرد استقرایی: استراتژی مفهوم سازی تئوری بنیادی. دو ماهنامه علمی-پژوهشی. سال دوازدهم-دوره جدید. شماره یازدهم. ص ۵۷-۷۰.
۷. رمضان احمدی، محمد (۱۳۸۸). مقایسه تحلیلی کاربرد رویکرد دستوری و رویکرد اثباتی در فرآیند نظریه پردازی در حوزه معرفتی حسابداری. مجله پژوهشهای حسابداری مالی. سال اول. شماره اول و دوم. ص ۷۱-۸۸.
۸. کریمی، کامران؛ شاهوردیانی، شادی و نعیمی فر، افسانه (۱۳۹۶). بررسی تأثیر اهرم مالی بر نقدشوندگی عملیاتی شرکت‌ها (در چارچوب مدل GOEL). مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. شماره ۳۲. ص ۱۹۱-۲۰۵.
۹. محمدزاده سالطه، حیدر (۱۳۹۵). تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت در بازار سرمایه ایران. مدیریت بهره‌وری. سال نهم. شماره 36. ص ۱۴۱-۱۶۲.
۱۰. نصیری، روح‌اله؛ میرامین، جلال و فرخی، مهوش (۱۳۹۶). بررسی تأثیر اهرم مالی و سود بر میزان نقدینگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری. دوره 3. شماره 1. ص ۲۶۰-۲۷۰.

۱۱. نورو، ایرج و یزدانی، سیما (۱۳۸۹). بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهشهای حسابداری مالی. سال دوم. شماره دوم. شماره پیاپی (۴). ص ۳۵-۴۸.

12. Anderson. P.F.(1986) . On method in consumer Research: A critical relativist perspective. Journal of Consumer Research, Vol. 13, pp 155-177.
13. Belkaou. A.R (2004). "Accounting Theory" University Of Illinois.
14. Brigham, E. and Gapenski, L. (1996). Financial Management. Dallas: The Dryden Press.
15. Dittmar, A ؛ Mahrt-Smith, J and Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 38. pp. ۱۱۱-۱۳۳.
16. Goba, E.G ؛ Lincoln, Y.S (1994). Competing Paradigms In Qualitative Research. In N.K. Denzin and Y.S. Lincoln (Eds). HandBook of Qualitative Research. pp. 105-117.
17. Hamouri Basem, Al-Rdaydeh Mahmoud and Ghazalat Anas (2018). Effect of financial leverage on firm growth: empirical evidence from listed firms in Amman stock exchange . Investment Management and Financial Innovations . 15(2). pp. 154-164
18. Harford, J (1999). Corporate Cash Reserves and Acquisitions . Journal of Finance . Vol 54. pp. 1969-1997 .
19. Harford, J ؛ Mansi S, A and Maxwell W, F (2008) . Corporate Governance and Cash Holdings . Journal of Financial Economics. Vol. 87. No. 3. pp. 535-555.
20. Oscar López-de-Foronda ؛ Florencio López-de-Silanes ؛ Félix J. López-Iturriaga and Marcos Santamaría-Mariscal (2018). Overinvestment, leverage and financial system liquidity: A challenging approach. BRQ Business Research Quarterly. pp. 1-9
21. Vahedi Adel, Mohammadi Hamidreza (2018) . Drop in Overinvestment, Marginal value of Cash Holdings and Governance System of Companies Listed on Tehran Stock Exchange. European Journal of Sustainable Development . pp. 445-454
22. Watts Ross, L and Zimmerman, Jerold (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Years Perspective. The Accounting Review. Vol. 65. pp. 131-156.

Overinvestment, leverage and financial system liquidity: A challenging approach

Sahar Dadseresht¹

Negar Khosravipour*²

Date of Receipt: 2019/07/03 Date of Issue: 2019/07/22

Abstract

Overinvestment influences the financial leverage and the corporate financial system liquidity. There is a relationship between corporate leverage and overinvestment when the financial system's cash flow is high, and this causes a change in the role of financial leverage. The purpose of this study is to investigate the impact of the financial system liquidity and corporate financial leverage in corporate overinvestment. By understanding these effects, we can prevent from excess liquidity, which leads to investment problems and the disruption in the corporate financial leverage. This study examines the data of 120 companies listed in Tehran Stock Exchange during the 2012-2017 period. To explore these effects, the overinvestment (OVERI), the financial leverage (LEV), the liquidity (DLIQ), the corporate free cash flow (FCF), the concentrated ownership (OWN), the family ownership (FAM), and the current ratio (CR) variables will be evaluated. For data analysis, first, the F-Limer test (i.e., the Chow test) is used to determine whether to use ensemble regression or panel data regression. In the next step, Jarque-Bera tests will be performed to measure the normalization of model errors. Besides, Breusch-Godfrey tests will be used to carry out serial autocorrelation. Finally, Breusch-Pagan tests will be utilized to detect the heteroscedasticity in synthetic data. In this study, the synthetic data approach has been used to estimate the model and test the hypotheses. Furthermore, Chow and Hussmann tests have been used to determine the model pattern. According to the results of these tests, the ensemble regression pattern was used. Finally, the results of the research hypothesis test showed that the first and second hypotheses of the study were confirmed at 5% error level.

Keyword

over-investment (excessive investment), liquidity, financial leverage

¹. Graduated of master of Accounting, Non-profit Institution of Higher Education samangan, Amol, Iran (s.dadseresht90@gmail.com)

². Assistant Professor, Accounting Department, Islamic Azad University Central Tehran Branch, Tehran, Iran (N-khosravipour@yahoo.com)