

تاثیر تامین مالی داخلی و خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری

شهرزاد سراج^۱، فرخنده دهقان نیری^۲

^۱ استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران.

^۲ کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

چکیده

هدف این تحقیق تاثیر تامین مالی داخلی و خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری بوده است. قلمرو مکانی این تحقیق شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ بوده است. 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 علت معلولی محسوب می‌گردد. در این پژوهش برای جمع آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. در بخش داده‌های پژوهش از طریق جمع آوری داده‌های شرکت‌های نمونه با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام پذیرفت. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۲۰ شرکت دارویی به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده‌ها ابتدا پیش‌آزمون‌های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جارک - برا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تایید و رد فرضیه‌های تحقیق (نرم افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتایج تحقیق نشان داد تامین مالی داخلی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیرگذار است. تامین مالی خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیرگذار است.

واژه‌های کلیدی: تامین مالی داخلی، تامین مالی خارجی، حساسیت سرمایه گذاری

مقدمه

یکی از مهم ترین تصمیمات مالی شرکتی، تصمیمات سرمایه گذاری است. شرکت ها با شناخت عوامل موثر بر سرمایه گذاری و با به کارگیری آن ها در رسیدن به سطح بهینه سرمایه گذاری می توانند بازدهی حداکثری را ایجاد کنند. این امر به شرکت ها کمک می کند که بتوانند هم فرصت های سودآور سرمایه گذاری را به دست آورند و هم رضایت سهامداران را جلب نمایند (کاگلایان و ماچاکاتو، ۲۰۲۴). مدیران شرکتهای به منظور حداکثر کردن ارزش شرکت، به دنبال اجرای پروژه های سرمایه گذاری با سودآوری بالا هستند. اجرای پروژه های سودآور، مستلزم تامین مالی مناسب و ارزان است. روشهای مختلف تامین مالی شامل تامین مالی داخلی، تامین مالی خارجی و یا ترکیبی از دو روش است. ولی به دلیل مسأله نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی و بالتبع تامین مالی گرانتر از خارج، شرکتهای بیشتر تمایل به استفاده از منابع داخل شرکت دارند. شرکتی که در دسترسی به منابع خارجی بازار سرمایه با مشکلات بیشتری مواجه باشد، بخش قابل توجهی از منابع مالی مورد نیاز خود را از داخل تامین می کند. چنین شرکتی اصطلاحاً شرکت دارای محدودیت های مالی نامیده می شود. (فرازی و همکاران، ۱۳۹۹). انتظار می رود شرکتی که دارای محدودیت برای تامین منابع از خارج شرکت است، سود کسب شده خود را به عنوان یکی از منابع تامین مالی در جهت فعالیت های خود بکارگیرد و احتمالاً از تقسیم این سود بین سهامداران خود داری می کند. سود سهام بازدهی ای است که سهامداران عادی در قبال سرمایه گذاری که در شرکت انجام داده اند از شرکت دریافت می کنند. هر شرکتی که در دوره جاری سود سهام پرداخت نکند این عمل شرکت بدان معنی است که، سود را دوباره در شرکت سرمایه گذاری می کند تا ایجاد منفعت کند و به این ترتیب توانائی شرکت را جهت پرداخت سود سهام در آینده افزایش دهد. (نیکو مرام، ۱۳۹۸)

واحدهای تجاری، همواره با فرصت های سرمایه گذاری زیادی روبرو می شوند و نیازمند تصمیم گیری منطقی نسبت به یک سرمایه گذاری بهینه هستند. در واقع سرمایه گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت بگیرد. اما مسئله ای اصلی، انتخاب طرح ها و تصمیم گیری راجع به فرصت های سرمایه گذاری به وسیله مدیران واحدهای تجاری است که بر اساس منافع شخصی آنها صورت می گیرد. به عبارت دیگر عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع، مانع انجام یک سرمایه گذاری بهینه می شود. از این رو واحدهای تجاری برای سرمایه گذاری در طرح های مختلف، باید حد و میزان سرمایه گذاری را با توجه به محدودیت منابع مورد توجه قرار دهند (پیندادو و همکاران، ۲۰۱۹).

بر این اساس منظور از حساسیت سرمایه گذاری و یا تامین مالی، تاثیرپذیری آنها از تغییرات ارزش شرکت است. به دو دلیل حساسیت سرمایه گذاری به جریانهای نقدی ایجاد شده نیز بیشتر خواهد بود: دلیل اول، نگرانی های مرتبط با مشکلات نمایندگی نسبت به معاملات اشخاص وابسته، می تواند سبب ایجاد محدودیت بیشتر برای تامین مالی خارجی بیشتر توسط تامین مالی کنندگان فعلی شود و دلیل دوم، اجتناب مدیران از برخورد فرصت طلبانه با معاملات اشخاص وابسته، این امکان را برای شرکت ایجاد می کند که از فشارهای ناشی از بازار سرمایه خارجی از طریق تکیه بر جریانهای نقدی ایجاد شده داخلی، در امان باشد. از طرفی دیگر شرکتهایی با ایجاد ارزش بازار بیشتر، تمایل بیشتری برای افزایش سرمایه از طریق افزایش سرمایه گذاری مربوطه دارند. با این حال کاهش حساسیت سرمایه گذاری به ارزش ایجاد شده در شرکت، با کاربرد فرصت طلبانه معاملات اشخاص وابسته در ارتباط است که همین اثر معکوس را نسبت به تامین مالی خارجی خواهد داشت (باکر و همکاران، ۲۰۲۴). لذا سوال اصلی در پژوهش حاضر به شرح زیر است:

تاثیر تامین مالی داخلی و خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری چگونه است؟ به نظر می رسد پاسخ به این سوال می تواند برای مدیران موظف و غیر موظف شرکت ها و سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه و نهادی و حسابربان مستقل بسیار موثر باشد. با توجه به اینکه انتخاب تامین مالی یکی از فاکتورهای مهم در تصمیمات مدیریتی و مالی شرکتها می باشد و مدیران باید هنگام سرمایه گذاری در پروژه ای خاص از نرخ بازدهی پروژه و نرخ بازدهی مورد انتظار سرمایه گذاران (هزینه سرمایه) آگاهی داشته باشند. فرآیند تامین مالی و ترکیب بهینه ساختار تامین مالی از یک سو و اخذ تصمیم در مورد سرمایه گذاری منابع به دست آمده در بخش های مختلف دارایی ها از سوی دیگر از جمله مسائلی است که در حوزه تصمیم گیری مدیریت حائز اهمیت می باشد. بنابراین مطالعه در زمینه سیاست تامین مالی بهینه و ارتباط آن با سرمایه گذاری بنظر می رسد که مورد استفاده کلیه استفاده کنندگان قرار بگیرد. در دنیای بازارهای سرمایه کامل، مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) نشان دادند که سرمایه گذاری، تامین مالی و سود سهام تصمیمات مستقلی هستند. با این وجود در دهه های گذشته، شواهد تجربی نشان داده اند آن تصمیمات به هم وابسته اند. بر این اساس، برخی از نظریه هایی که به تبیین شواهد قبلی می پردازند توسعه یافته اند. این نظریه ها مبتنی بر نواقص بازار سرمایه هستند به ویژه با توجه به تصمیمات سرمایه گذاری، وجود اطلاعات نامتقارن بین سهامداران عمده نقص مهمی است (مورگادو، ۲۰۲۲).

به هر حال، مدیران خواسته یا ناخواسته این پیام را به سرمایه گذار خارجی در مورد الگوی سوددهی آتی و ارزش شرکت با اعلام سود سهام نقدی می دهد. سرمایه گذاران نیز همیشه به بهینه سازی سوددهی خود علاقمند بوده و در جستجوی مداوم سرمایه گذاری مطلوب بر اساس اطلاعات فنی و مشخص هستند (بشیر و همکاران، ۲۰۲۳). مؤسسات و بنگاه های اقتصادی به ویژه فعالان در بخش صنعت، برای ادامه حیات و فعالیتهای تولیدی خود و هم چنین توسعه فعالیت ها، به سرمایه های کلان نیاز دارند. هم چنین، این مؤسسات و بنگاه های اقتصادی برای تأمین سرمایه مورد نیاز خود وابستگی شدیدی به بازارهای مالی دارند. نقش این بازارها در اختیار گذاشتن سرمایه های لازم برای مؤسسات و شرکت ها است. در سویی دیگر، محیط فعالیت شرکت ها به سرعت در حال رشد بوده و بسیار رقابتی گشته است و شرکت ها نیز برای ادامه حیات، مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین المللی و گسترش فعالیت های خود از طریق سرمایه گذاری های جدید می باشند. شرکت ها برای سرمایه گذاری احتیاج به منابع مالی دارند، اما منابع مالی و نحوه استفاده از آنها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور باشد و این وظیفه مدیر مالی است که منابع تامین مالی و نحوه استفاده از آنها را تعیین نماید. چراکه هدف شرکت ها و مدیران آنها، حداکثر نمودن ارزش شرکت و ثروت سهامداران می باشد و حداکثر نمودن ارزش شرکت، مستلزم به کارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازده و ریسک متناسب است (دسینه و دیگران، ۱۴۰۲). نتایج این پژوهش می تواند به توسعه برنامه های مالی که علاوه بر افزایش نقدینگی، به تقویت سواد مالی نیز می پردازند، کمک کند. این موضوع می تواند به بهبود رفتارهای مالی افراد و کاهش ریسک های مالی ناشی از تصمیمات احساسی کمک کند. پاسخگویی به سوالات و اثبات فرضیات پژوهش می تواند مسیری را برای توسعه بورس و صنعت کشور فراهم نماید تا سرمایه گذار بتواند با داشتن اطلاعات کافی نسبت به بازار سرمایه، در بازار اوراق بهادار سرمایه گذاری نماید. از طرف دیگر نتایج تحقیقات برای خود مدیران شرکتها نیز قابل توجه خواهد بود تا نتایج مثبت بیشتری را رقم بزنند

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

حساسیت سرمایه گذاری

سرمایه گذاری یکی از بحث های مهم در بازار سرمایه است؛ به طوری که یک مدیر توانمند می تواند بر ارزش شرکت تاثیرگذار باشد و باعث پویایی در بازده های آتی سرمایه گذاری های شرکت گردد، کارایی سرمایه گذاری مستلزم آن است که از یک سو از مصرف منابع در فعالیت هایی که سرمایه گذاری در آن بیشتر از حد مطلوب انجام شده است ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه گذاری) و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت هایی که نیاز بیشتری به سرمایه گذاری دارد (جلوگیری از سرمایه گذاری کم) هدایت شود، سرمایه گذاری در امور مختلف توسط شرکت ها همواره به عنوان یکی از راههای مهم توسعه شرکتهای و جلوگیری از رکود و عقب ماندگی مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه گذاری افزایش کارایی سرمایه گذاری از اهمیت فراوانی برخوردار گردد. به طور مفهومی، کارایی سرمایه گذاری زمانی حاصل می شود که شرکت تنها در تمام پروژه های با ارزش فعلی مثبت سرمایه گذاری کند. البته این سناریو در صورتی سازگار است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه های نمایندگی وجود نداشته باشد (فریدونی و همکاران، ۱۴۰۱).

حداقل دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه گذاری وجود دارد: اول اینکه، شرکتهای نیاز دارند تا به منظور تأمین مالی فرصتهای سرمایه گذاری، منابع را جمع آوری نمایند. در یک بازار کارا، کلیه پروژه های دارای ارزش فعلی خالص مثبت باید تأمین مالی شوند؛ اما پژوهش های زیادی در حوزه مالی مؤید این مطلب می باشد که محدودیت های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می سازد؛ در نتیجه شرکت هایی که با محدودیت تأمین مالی مواجه هستند، ممکن است به دلیل هزینه زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت صرف نظر کنند که این کار منجر به سرمایه گذاری کمتر از حد میگردد (چن و همکاران، ۲۰۱۸) دوم اینکه، اگر شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه گذاری صحیحی انجام شود. به عنوان مثال مدیران ممکن است با انتخاب پروژه های نامناسب، اقدام به سرمایه گذاری ناکارا نماید در نتیجه انتخاب پروژههای ضعیف، وجب سرمایه گذاری بیشتر از حد میگردد (الی و همکاران، ۲۰۲۳).

واحدهای تجاری، همواره با فرصت های سرمایه گذاری زیادی روبه رو می شوند و نیازمند تصمیمگیری منطقی نسبت به یک سرمایه گذاری بهینه هستند. در واقع، سرمایه گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت بگیرد؛ اما مسأله اصلی، انتخاب طرح ها و تصمیمگیری راجع به فرصت ها و کارایی سرمایه گذاری به وسیله مدیران واحدهای تجاری است که بر اساس منافع شخصی آنها صورت میگیرد. به عبارتی دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع، مانع انجام یک سرمایه گذاری بهینه و کارا می شود (لارا و همکاران، ۲۰۲۲). از این رو، واحدهای تجاری برای سرمایه گذاری در طرحهای مختلف، باید حد یا میزان سرمایه گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهند تا بدین وسیله حداکثر کارایی را از سرمایه گذاری خود کسب نمایند و به یک سرمایه گذاری مضاعف دست یابند. افزایش در سرمایه گذاری، فعالیتی برای کسب سود است و نااطمینانی و ریسک، دو عاملی هستند که بر سود انتظاری و در نتیجه تصمیمگیری برای سرمایه گذاری موثرند (علیپور و همکاران، ۱۴۰۰).

روشهای متعددی برای اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری وجود دارد، فزاری، هوبارد و پترسن (۱۹۸۸) مدلی را ارائه دادند که بر مبنای آن، ایشان معتقد بودند که فرصت های رشد شرکت باید سرمایه گذاری های جدید شرکت را توجیه کند. لذا مدل رگرسیونی را ارائه دادند و بیان داشتند که مقادیر خطای حاصل نشان دهنده ناکارایی سرمایه گذاری می باشد. ریچاردسون

(۲۰۰۶) از فروش به عنوان متغیری برای تخمین و برآورد فرصت های سرمایه گذاری مورد انتظار استفاده کردند. بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۰۹) در تحقیق خود از این فرض استفاده کردند که اگر سرمایه گذاری سال آینده بیشتر از رشد فروش باشد به این معنا است که سرمایه گذاری بیش از حد انجام شده و اگر سرمایه گذاری سال آینده کمتر از رشد فروش باشد، باقیماندهی مدل ایشان منفی است و به این معنا است که سرمایه گذاری کمتر از حد انجام شده است (علیپور و همکاران، ۱۴۰۰).

یکی از متغیرهای مهم اقتصادی، مقدار سرمایه‌گذاری است که در یک اقتصاد انجام می‌شود و تحقق آن در اقتصاد به بهبود تمامی متغیرهای اقتصادی از جمله اشتغال و تولید منجر می‌شود. تردیدی نیست که افزایش تولید که یکی از نخستین گام‌های فرآیند توسعه محسوب می‌شود، مستلزم افزایش سرمایه‌گذاری است و به همین دلیل نظریه‌هایی در علم اقتصاد مطرح است که علت توسعه نیافتن برخی کشورها را کمبود سرمایه و سرمایه‌گذاری پنداشته‌اند (افشاری و همکاران، ۱۴۰۱).

تامین مالی

پژوهش‌های انجام شده در حوزه رفتار تأمین مالی شرکت‌ها به حصول مجموعه‌ای از یافته‌ها منجر شده است. در حوزه‌های نظری، عواملی نظیر مالیات، هزینه‌های ورشکستگی، عدم تقارن اطلاعاتی و تضادهای نمایندگی به عنوان مهمترین دلایل توضیح دهنده تصمیمات تأمین مالی معرفی شده‌اند. پژوهشهای تجربی نیز عوامل اندازه، فرصت‌های رشد، ریسک تجاری و میزان دارایی‌های مشهود را مهمترین عوامل تعیین‌کننده نسبت‌های اهرمی معرفی کرده‌اند (بهبهانی‌نیا، ۱۴۰۲). ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین مالی تحت تأثیر ویژگی‌های شرکت، ویژگی‌های صنعت و ویژگی‌های ساختاری محیط است، تصمیمات تأمین مالی اغلب توسط نظریه سلسله‌مراتبی و نظریه توازن توضیح داده می‌شود. در شرکت‌هایی که از الگوی نظریه توازن استفاده می‌کنند، نسبتی برای بدهی هدف تعیین و جهت حرکت شرکت به سوی آن تنظیم می‌شود. این نسبت از طریق ایجاد نوعی تعادل در میان منافع حاصل از سپر مالیاتی بدهی‌ها و هزینه‌های ورشکستگی معین می‌شود، نظریه سلسله‌مراتبی، تأمین مالی داخلی و خارجی را بر اساس عدم تقارن اطلاعاتی ترجیح بندی می‌کند. بر اساس هر دو نظریه، عواملی مانند اندازه، سودآوری و فرصت رشد نیز بر میزان اهرم تأثیر دارند (هانگ و همکاران، ۲۰۲۳).

در بحث تأمین مالی می‌توان گفت که تأمین اعتبار یکی از نیازهای اولیه شرکت‌ها می‌باشد، شرکت‌ها و بنگاه‌ها از روش‌های متفاوتی برای تأمین مالی خود استفاده می‌کنند، از جمله تأمین مالی داخلی (مثل، سود انباشته و اجاره به شرط تملیک)، تأمین مالی خصوصی (مثل، منابع شخصی و منابع دوستان و بستگان)، تأمین مالی از طریق سرمایه یا سهام (مثل، فرشتگان کسب و کار، شرکاء، شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر و عرضه عمومی سهام) و تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض). صدری‌نیا و همکاران منابع تأمین مالی از طریق بدهی را اینگونه عنوان می‌کنند (صدری‌نیا و همکاران، ۱۳۹۸).

شرکت‌ها به منظور اجرای پروژه‌های سودآور و دستیابی به حداکثر بازدهی در جهت افزایش ثروت سهامداران خود، از منابع مالی مختلفی بهره می‌برند. توانایی شرکت در مشخص ساختن منابع درونی و بیرونی سازمان در فراهم ساختن سرمایه و تهیه برنامه‌های مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکت محسوب می‌شود. این منابع تأمین مالی و میزان استفاده از آنها یکی از عواملی است که می‌تواند بر عملکرد عملیاتی شرکت‌ها اثرگذار باشد. از سویی دیگر، تأمین مالی در شرکت‌های

¹ Huang, X.

بزرگ عملی معمولی است. مدیریت شرکت برای فراهم ساختن وجوه لازم جهت مخارج سرمایه ای و عملیات شرکت منابع گوناگونی را و شیوه های مختلف تامین مالی را در اختیار دارد. تامین مالی می تواند از طریق انتشار سهام یا اوراق بدهی انجام شود که تفاوت بین آنها مشهود است (مجتهدزاده و دیگران، ۱۳۹۸).

مایر در تحقیقات تجربی قبلی خود در زمینه الگوهای تامین مالی و ساختارهای مالی از اطلاعات ترازنامه شرکت های خصوصی بهره گرفت و اکثر تعدیلات (بسیاری به صورت اختیاری) برای شرکت های بین المللی صورت گرفت. مایر از داده های جریان وجوه به منظور محاسبه منابع خالص وجوه استفاده کرد و او یافت که بازارهای سرمایه نسبت کوچکی از تامین مالی شرکت ها را به خود اختصاص دادند و اکثر شرکت ها اقدام به تامین مالی خارجی از طریق بانک ها می کنند.

تحقیقات بعدی صورت گرفته توسط کاربت و جنکینسون^۱ (۱۹۹۶، ۱۹۹۷)، که از جریان خالص بر اساس داده های جریان وجوه از حساب های درآمد ملی استفاده کردند، منجر به این شد که نتایج مایر خیلی زودتر تایید شود. طبق نتایج کاربت و جنکینسون (۱۹۹۷)، تمایز بین الگوهای تامین مالی بازار محور انگلستان و آمریکا و الگوهای تامین مالی بانک محور آلمان و ژاپن، نادرست نیست. این نتایج مهم هستند، زیرا آنها این دیدگاه که سیستم های مالی می توانند به عنوان بازار سرمایه محور (مانند انگلستان و آمریکا) و بانک محور (مانند آلمان و ژاپن) باشند، را به چالش کشیدند (پینو و دیگران، ۲۰۱۸).

پیشینه تحقیق

اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری بعنوان فعالیتی مهم در بخش مدیریت شرکت در نظر گرفته می شود. شرکت ها بمنظور حفظ و پایداری عملیات های خود نیاز دارند بطور مداوم تسهیلات و محصولات خود را گسترش و به روز رسانی کنند. تصمیمات سرمایه گذاری مربوط به تخصیص و استفاده منابع و سرمایه در ابعاد بزرگ می پردازد (کور و همکاران، ۲۰۱۶). یک تصمیم غلط می تواند تهدیدی جدی برای بقای آن شرکت به حساب بیاید. از این رو ارزیابی دقیق از تصمیمات سرمایه گذاری از اهمیت زیادی نزد شرکت ها برخوردار است. از جمله وظایف مدیران مالی، تلاش در جهت رشد دارایی های شرکت، تامین منابع مالی، سرمایه گذاری به موقع در طرح های سودآور و تخصیص بهینه منابع سودآور و فرصت های سرمایه گذاری می باشد. بنابراین تلاش می نماید که از بین فرصت های سرمایه گذاری پیش رو، بهترین تصمیم را اتخاذ نماید که آن فرصت باعث رشد دارایی شرکت گردد (ناین و همکاران، ۲۰۱۸). در دنیای تجارت کنونی، شرکتها جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهت را از امکانات و ثروت های خود می باشند. یکی از راه کارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه گذاری است. با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه گذاری، افزایش کارایی سرمایه گذاری از جمله مسائل بسیار مهم می باشد. کاگلایان و ماچاکاتو (۲۰۲۴) به تاثیر تامین مالی داخلی و خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن بود تامین مالی داخلی بر حساسیت سرمایه گذاری شرکتها تاثیرگذار است. تامین مالی خارجی بر حساسیت سرمایه گذاری شرکتها تاثیرگذار است. جانکنسگارد (۲۰۲۳) به بررسی رابطه بین تامین مالی خارجی و وضعیت مالی شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار سوئد پرداخت. طی دوره ۲۰۰۷ الی ۲۰۲۱ این پژوهش به ارائه سه اصل مهم در رابطه با تامین مالی خارجی و وضعیت مالی می پردازد. نتایج نشان می دهد که رویدادهای تامین مالی در شرکتهایی که از نظر مالی ضعیف هستند شدیدتر می باشد. ریچاردسون و اسلون (۲۰۲۲) در تحقیقی به بررسی رابطه بین

¹ Karbet & Jankonson

² Pino et al

تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام پرداختند. آنان نشان دادند که نتایج تحقیق حاضر نسبت به تحقیقات پیشین از اهمیت بیشتری برخوردار است. طبق تحلیلات صورت گرفته نتایج پژوهش نشان می دهد؛ پس از کنترل تامین مالی مجدد معاملات، رابطه منفی و بااهمیتی بین طبقات عمده معاملات تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام وجود دارد. همچنین رابطه منفی بین تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام با توجه به سرمایه گذاری بیش از اندازه و حسابداری متهورانه تشدید می شود. راب و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی ارتباط بین تامین مالی و سیاست تقسیم سود پرداختند. هدف از این پژوهش ارائه رویکردی برای ارزیابی ارزش سهامداران به تامین مالی می باشد. با توجه به تحلیلات انجام شده نتایج پژوهش نشان داد که در شرکتی که سهامداران آن به روش تامین مالی توجه نشان می دهند سود کمتری تقسیم می شود. این شرکتها باز خرید سهام را به تقسیم سود ترجیح می دهند و نسبت اهرمی پایین تری را نشان می دهند. طاهری (۱۴۰۲) به بررسی محدودیت های مالی در شرکتها و رابطه آن با استراتژی های تامین مالی با تأکید بر نقش تعدیلگر حاکمیت شرکتی پرداخت. نتایج این بررسی نشان دهنده آن بود که محدودیت های مالی رابطه منفی و معناداری با معامله با اشخاص وابسته و رابطه مثبت و معناداری با ساختار سرمایه دارد. علاوه بر آن، حاکمیت شرکتی تنها بر رابطه بین محدودیت های مالی با ساختار سرمایه اثر تعدیلی دارد. شبابی (۱۴۰۱) به بررسی عوامل مؤثر بر تامین مالی خارجی نوآوری در شرکت های کوچک و متوسط را با مطالعه عمیق پیشینه پژوهش شناسایی و الگویی را برای آن ارائه نمود. با بررسی عمیق ۲۵۷ مقاله، کتاب و پایان نامه از منابع معتبر داخلی و خارجی، از روش فراترکیب و نرم افزار تحلیل کیفی MAXQDA ۱۰.۰ استفاده شد و نتایج حاکی از آن بود که عوامل برون سازمانی و درون سازمانی بر تامین مالی خارجی نوآوری شرکت های کوچک و متوسط تأثیر می گذارند. در دسته عوامل درون سازمانی، عوامل فنی و ساختاری، انسانی و سیاستی و در دسته عوامل برون سازمانی، عوامل قانونی، سیاستی و زیرساختی بر تامین مالی خارجی نوآوری شرکت های کوچک و متوسط اثر گذار هستند. نهایتاً، الگویی از عوامل مؤثر بر تامین مالی خارجی نوآوری ارائه گردید. نتایج حاضر می تواند چراغ راه شرکت های کوچک و متوسط در تامین مالی خارجی نوآوری باشد.

اسکندری و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر روش های تامین مالی کارآفرینی بر مشارکت جمعی در کسب و کارهای دانش بنیان می باشد. نتایجی در این مقاله با استفاده از معادله رگرسیون خطی چند متغیره بدست آمد نشان میدهد روش های تامین مالی جمعی (روش دریافت تسهیلات، روش تشکیل شرکت های تعاونی، روش ایجاد طرح بصورت سهامداری روش انتشار اوراق مشارکت، روش ایجاد شرکت های سرمایه گذار، روش حضور در بازار بورس، روش جذب سرمایه از طریق فرشتگان، روش صندوق های سرمایه گذاری مخاطره) بر روی و رفع نیازهای مالی مربوط به فعالیت شرکت های دانش بنیان اثر مثبت و معناداری دارد. و باعث گسترش کسب و کارهای دانش بنیان خواهد شد. لذا پیشنهاد میشود براساس نتایج پژوهش در ایران تامین مالی سابقه دیرینه ای داشته است و میتوان فرهنگ های گذشته را امروز با استفاده از ظرفیت تامین مالی جمعی در راستای توسعه کارآفرینی احیا کرد. از جمله کراودفاندینگ (برگ ریزان محلی)، استفاده از روش تامین مالی خانوادگی و استفاده از وام های قرضه الحسنه محله.

رحمانی نوروآباد و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی استراتژی های تامین مالی شرکتها در شرایط عادی و بحران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته ها نشان می دهد بازده دارایی ها و اندازه شرکت تأثیر مثبت و مستقیم بر تامین مالی از طریق بازار سهام در هر دو دوره عادی و بحران دارد. رشد فروش، سودآوری و متوسط اهرم مالی تأثیر منفی و معکوسی بر تامین مالی از طریق بازار سهام دارد. دارایی های مشهود و ریسک بازار، تأثیری بر تامین مالی از طریق بازار سهام ندارد. به علاوه یافته ها نشان می دهد بازده دارایی ها و اندازه شرکت تأثیر منفی و معکوسی بر تامین مالی از طریق بازار بدهی در هر دو دوره

عادی و بحران دارد. رشد فروش در دوره بحران تأثیر منفی و معکوسی بر تأمین مالی از طریق بدهی دارد؛ اما این تأثیر در دوره عادی مثبت و مستقیم است. متغیرهای سودآوری و متوسط اهرم مالی نیز تأثیر مثبت و مستقیم بر تأمین مالی از طریق بدهی دارند. دارایی‌های مشهود تأثیر مثبتی بر تأمین مالی از طریق بدهی در دوره بحران دارد؛ ولی در دوره عادی این رابطه منفی است. براساس مقدار ضرایب، ریسک بازار، تأثیری بر تأمین مالی از طریق بدهی ندارد.

حسنی و میثمی (۱۳۹۸) به بررسی اثر سررسید بدهی و کیفیت گزارشگری مالی بر کم سرمایه گذاری و بیش سرمایه گذاری پرداختند. کم سرمایه گذاری و بیش سرمایه گذاری به پیروی از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و کیفیت گزارشگری مالی به پیروی از مدل دیچو و دیچاو (۲۰۰۲) اندازه گیری شد. نمونه آماری پژوهش شامل تعداد ۲۱۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ است. نتایج نشان داد سررسید بدهی و کیفیت گزارشگری مالی اثر معنی دار و منفی بر ناکارایی سرمایه گذاری دارند. این آزمون به تفکیک در گروه مشاهده های مواجه با بیش سرمایه گذاری و در گروه مشاهده های مواجه با کم سرمایه گذاری نیز انجام شد. شواهد بیانگر این بود که کیفیت گزارشگری مالی اثر معنی دار و منفی بر بیش سرمایه گذاری دارد، در حالی که بر کم سرمایه گذاری اثر معنی داری ندارد. همچنین، سررسید کوتاه مدت بدهی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری اثر معنی داری ندارد. سایر نتایج نشان داد که جریان وجه نقد عملیاتی، قابلیت شهود دارایی ها و نوسان جریان وجه نقد عملیاتی اثر معنی دار و مثبت بر بیش سرمایه گذاری دارند؛ در حالی که نوسان فروش از اثر معنی دار و منفی بر بیش سرمایه گذاری برخوردار است. در ضمن متغیرهای عمر، فرصت رشد، گزارش زیان و اندازه شرکت رابطه معنی داری با بیش سرمایه گذاری ندارند. همچنین اندازه اثر معنی دار و مثبت بر کم سرمایه گذاری دارد؛ در حالی که فرصت رشد و قابلیت شهود دارایی ها از اثر معنی دار و منفی بر کم سرمایه گذاری برخوردارند. در ضمن متغیرهای عمر، جریان وجه نقد عملیاتی، گزارش زیان، نوسان فروش و نوسان جریان نقد عملیاتی رابطه معنی داری با کم سرمایه گذاری ندارند.

حبیب نژاد (۱۳۹۷) به بررسی اثر سررسید بدهی بر عملکرد شرکت ها ۱۲۰ شرکت فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۱ پرداختند. در این پژوهش از مدل های رگرسیون با بکارگیری داده های ترکیبی برای آزمون فرضیه تحقیق استفاده شده است. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که سررسید بدهی اثر منفی معناداری بر عملکرد شرکت دارد.

مواد و روش ها

روش تحقیق، توصیفی می باشد که با استفاده از رگرسیون ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته سنجیده می شود. در این تحقیق برای جمع آوری داده ها و اطلاعات، از روش کتابخانه ای استفاده خواهد شد. برای نگارش و جمع آوری اطلاعات مورد نیاز بخش مبانی نظری به گونه عمده از مجلات تخصصی داخلی و خارجی، و برای گردآوری داده ها و اطلاعات مورد نیاز عمدتاً از طریق بانک های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران گردآوری می شود. نرم افزار مورد استفاده در این تحقیق Eviews ۱۱ می باشد.

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ می باشد و شرکت هایی که در نمونه منظور می شوند باید حائز شرایط زیر باشند:

۱. شرکت هایی که بعد از سال ۱۳۹۷ در بورس پذیرفته شده‌اند

۲. شرکت‌هایی که طی دوره تحقیق در حالت تعلیق نبوده و یا از بورس خارج نشده‌اند.
۳. شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم می‌شود و یا تغییر سال مالی نداده‌اند.
۴. شرکت‌هایی که در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله شده باشد. با توجه به محدودیتهای فوق ۲۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

فرضیه های تحقیق

- فرضیه ۱: تامین مالی داخلی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیرگذار است.
- فرضیه ۲: تامین مالی خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیرگذار است.

مدل تحقیق

با توجه به تحقیق کاگلایان و ماچاکاتو (۲۰۲۴) مدل تحقیق به شرح زیر است:

$$I_{it} = a_0 + a_1CF_{it} + a_2\Delta D_{it} + a_3Cash_{it} + a_4q_{it} + a_5SIZE_{it} + a_6SG_{it} + a_7PPE_{it} + a_8WW_{it} + a_9Age_{it} + a_{10}GDPGrowth_{it} + a_{11}Inflation_{it} + \varepsilon$$

I_{it} : حساسیت سرمایه گذاری

CF_{it} : تامین مالی داخلی

ΔD_{it} : تامین مالی خارجی

$Cash_{it}$: وجه نقد

q_{it} : کیوتوبین

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت

SG_{it} : رشد فروش

PPE_{it} : دارایی های مشهود

WW_{it} : سرمایه در گردش

Age_{it} : عمر شرکت

$GDPGrowth_{it}$: رشد اقتصادی

$Inflation_{it}$: نرخ تورم

ε : سطح خطای مدل

تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:

متغیر وابسته:

حساسیت سرمایه گذاری:

نسبت سرمایه گذاری های بلندمدت و کوتاه مدت به کل دارایی ها (کاگلایان و ماچاکاتو، ۲۰۲۴).

$$I_{it} = \frac{\text{سرمایه گذاری بلندمدت و کوتاه مدت}}{\text{جمع دارایی‌ها در پایان سال}}$$

متغیر مستقل:

تامین مالی داخلی:

نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی های شرکت (کاگلایان و ماچاکاتو، ۲۰۲۴).

$$CF_{i,t} = \frac{\text{جریان نقد خالص حاصل از فعالیتهای عملیاتی}}{\text{جمع دارایی‌ها در پایان سال}}$$

تامین مالی خارجی:

نسبت حقوق صاحبان سهام به دارایی های شرکت (کاگلایان و ماچاکاتو، ۲۰۲۴).

$$\Delta D_{it} = \frac{\text{حقوق صاحبان سهام}}{\text{جمع دارایی‌ها در پایان سال}}$$

متغیر کنترلی:

وجه نقد: نسبت وجوه نقد به کل دارایی های شرکت (کاگلایان و ماچاکاتو، ۲۰۲۴).

$$cash = \frac{\text{وجوه نقد}}{\text{جمع دارایی‌ها در پایان سال}}$$

کیوتوبین: ارزش دفتری دارایی ها / (ارزش بازار سهام + ارزش دفتری بدهی ها) (کاگلایان و ماچاکاتو، ۲۰۲۴).

$$q = \frac{\text{ارزش بازار سهام} - \text{ارزش دفتری بدهی}}{\text{جمع دارایی‌ها در پایان سال}}$$

اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت (کاگلایان و ماچاکاتو، ۲۰۲۴).

$$Size_{i,t} = Ln(\text{جمع دارایی‌ها در پایان سال})$$

رشد فروش: تفاوت بین فروش سال جاری نسبت به فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل (کاگلایان و ماچاکاتو،

۲۰۲۴).

$$SG_{i,t} = \frac{\text{فروش سال قبل} - \text{فروش سال جاری}}{\text{فروش سال قبل}}$$

دارایی های مشهود: نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به کل دارایی ها (کاگلایان و ماچاکاتو، ۲۰۲۴).

$$PPE_{i,t} = \frac{\text{اموال ماشین آلات و تجهیزات}}{\text{جمع دارایی‌ها در پایان سال}}$$

سرمایه در گردش: (دارایی‌های جاری-بدهی‌های جاری) اکل دارایی‌های شرکت (کاگلایان و ماچاکاتو، ۲۰۲۴).

$$WW = \frac{\text{دارایی جاری} - \text{بدهی جاری}}{\text{جمع دارایی‌ها در پایان سال}}$$

عمر شرکت: تعداد سال‌های پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار (کاگلایان و ماچاکاتو، ۲۰۲۴).

رشد اقتصادی: تفاوت بین تولید ناخالص داخلی سال جاری نسبت به تولید ناخالص داخلی سال قبل تقسیم بر تولید ناخالص داخلی سال قبل (کاگلایان و ماچاکاتو، ۲۰۲۴).

$$GDPGrowth = \frac{\text{تولید ناخالص داخلی سال قبل} - \text{تولید ناخالص داخلی سال جاری}}{\text{تولید ناخالص داخلی سال قبل}}$$

نرخ تورم: نرخ تورم در سال مورد بررسی (کاگلایان و ماچاکاتو، ۲۰۲۴).

یافته‌ها

مقدار میانگین متغیر حساسیت سرمایه‌گذاری عدد ۰/۰۵۸، تامین مالی داخلی عدد ۰/۰۷۲، تامین مالی خارجی عدد ۰/۴۴۸ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد.

جدول ۱- شاخص‌های مرکزی و پراکندگی هر یک از متغیرهای تحقیق

نام متغیر	علامت اختصاری	حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
حساسیت سرمایه‌گذاری	I_{it}	۰/۰۱۴	۰/۱۸۸	۰/۰۵۸	۰/۰۵۱	۰/۰۲۷	۱/۳۳۰	۶/۹۸۴
تامین مالی داخلی	CF_{it}	-۰/۳۷۷	۰/۴۵۰	۰/۰۷۲	۰/۰۶۵	۰/۱۵۶	۰/۰۲۱	۳/۴۸۱
تامین مالی خارجی	ΔD_{it}	۰/۱۶۰	۰/۸۵۵	۰/۴۴۸	۰/۴۴۶	۰/۱۵۲	۰/۸۸۵	۳/۶۱۲
وجه نقد	$Cash_{it}$	۰/۰۰۲	۰/۳۴۰	۰/۰۲۶	۰/۰۱۷	۰/۱۰۴	-۱/۰۴۰	۷/۸۹۷
کیوتوین	q_{it}	۱/۰۹۵	۹/۵۴۴	۳/۱۴۶	۲/۷۲۰	۱/۵۹۹	۱/۱۵۳	۴/۵۸۲

۲/۵۸۸	۰/۰۷۱۴	۰/۷۲۸	۱۵/۷۸۴	۱۵/۷۸۱	۱۷/۵۹۸	۱۴/۲۹۶	$SIZE_{it}$	اندازه شرکت
۲/۴۹۰	۰/۲۴۰	۰/۱۴۲	۰/۲۰۶	۰/۲۰۷	۰/۵۲۱	-۰/۱۰۲	SG_{it}	رشد فروش
۴/۷۵۰	۱/۵۵۷	۰/۱۲۶	۰/۱۰۳	۰/۱۴۶	۰/۵۸۷	۰/۰۲۴	PPE_{it}	دارایی های مشهود
۶/۹۷۰	۲/۱۱۳	۰/۰۶۹	۰/۳۲۰	۰/۳۴۸	۰/۶۸۰	۰/۰۸۱	WW_{it}	سرمایه در گردش
۲/۲۶۹	-۰/۷۱۳	۰/۳۳۳	۳/۸۹۱	۳/۷۵۷	۴/۱۸۹	۲/۹۹۵	Age_{it}	عمر شرکت
۲/۲۶۹	-۰/۸۲۷	۳/۳۸۶	۲/۲۰	۱/۰۸۶	۴/۴۰	-۴/۹۰	$GDPGrowth_{it}$	رشد اقتصادی
۲/۶۰۲	-۱/۱۰۹	۶/۰۳۳	۴۶/۲۰	۴۲/۴۴	۴۷/۱۰	۳۱/۲	$Inflation_{it}$	نرخ تورم
۱۰۰								تعداد مشاهدات

ماخذ: یافته های پژوهش

آزمون ناهمسانی واریانس

جدول ۲- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

سطح معناداری	مقدار آماره	شرح
۰/۱۶۲۵	۰/۶۷۴۸۵۴	F-statistic

ماخذ: یافته های پژوهش

با توجه به جدول فوق همانطور که ملاحظه می گردد پیش فرض همسان نبودن واریانس جملات باقیمانده تایید نمی شود. زیرا سطح معنی داری آماره F آزمون آرچ در ارتباط با باقیمانده مدل های تحقیق بزرگتر از ۵ درصد است. بنابراین واریانس باقیمانده ها همسان است.

آزمون F لیمر و هاسمن

در این مرحله آزمون یافته های حاصل از آزمون لیمر به منظور تعیین شیوه برآورد مدل های تحقیق گزارش می شود. یافته های حاصل از اجرای این آزمون به شرح جدول ۳ و ۴ می باشد.

جدول ۳: یافته های حاصل از آزمون F لیمر

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
۶/۳۲۵۱۸۷	(۱۹/۶۲)	۰/۰۰۰۷	Panel

جدول ۴- آزمون هاسمن برای تعیین مدل اثرات ثابت یا تصادفی

مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	روش
۸/۶۱۳۰۲۵	۱۱	۰/۰۰۶۲	اثرات ثابت

ماخذ: یافته های پژوهش

با توجه به جدول فوق همانطور که ملاحظه می گردد:

-سطح معنی داری آماره F آزمون لیمر در ارتباط با مدل تحقیق برابر با ۰.۰۰۷ است که این مقدار کوچکتر از ۵ درصد است. بنابراین روش منتخب به منظور برآورد مدل تحقیق، از میان روشهای پولد (تلفیقی) و پانل (ترکیبی)، روش پانل (ترکیبی) می باشد. از سوی دیگر سطح معنی داری آماره $Chi-Sq$ آزمون هاسمن در ارتباط با مدل تحقیق برابر با ۰.۰۶۲ است که این مقدار کمتر از ۵ درصد است. بنابراین مدل رگرسیون تحقیق به منظور آزمون فرضیه های تحقیق باید به شیوه پانل- اثرات ثابت مورد برآورد قرار گیرد.

برآورد مدل به منظور آزمون مدل رگرسیون

در این مرحله مدل فرضیه ها به روش پانل-اثرات ثابت و شیوه حداقل مربعات معمولی (OLS) مورد برآورد قرار می گیرد. یافته های حاصل از برآورد این مدل در ادامه ارائه می گردد.

جدول ۵- آزمون رگرسیون و معناداری مدل فرضیه های تحقیق

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	0.117	0.102	1.147	0.0927
تامین مالی داخلی	0.408	0.092	4.434	0.0251
تامین مالی خارجی	0.224	0.052	4.307	0.0262
وجه نقد	0.803	0.203	3.955	0.0313
کیوتوبین	0.239	0.021	11.380	0.0000
اندازه شرکت	0.290	0.043	6.767	0.0026
رشد فروش	0.714	0.103	6.932	0.0017
دارایی های مشهود	0.381	0.081	4.703	0.0271
سرمایه در گردش	0.619	0.137	4.518	0.0251
عمر شرکت	0.351	0.058	6.051	0.0279
رشد اقتصادی	0.306	0.0754	4.085	0.0398
نرخ تورم	-0.281	0.0326	-8.781	0.0005
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۹.۱	۰/۶۹	۰/۶۶	۸۴۵۰۳.۴۳	**۰/۰۰۰

ماخذ: یافته های پژوهش

آزمون دوربین واتسون:

آماره دوربین واتسون پس از برآورد ضرایب، مقدار $1/9$ را نشان می‌دهد که به معنی عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلاص می‌باشد. نتیجتاً مشکل خودهمبستگی سریالی در این فرضیه مشاهده نمی‌شود.

آماره F فیشر:

قبل از آزمون فرضیه پژوهش براساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به سطح معنی‌داری آماره F محاسبه شده (0.0000)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

ضریب تعیین تعدیل شده (R^2):

با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۶۶ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (حساسیت سرمایه گذاری) توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

نتیجه فرضیه اول تحقیق

H_0 تامین مالی داخلی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیرگذار نیست.
 H_1 تامین مالی داخلی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیرگذار است.

ضریب برآوردی متغیر تامین مالی داخلی در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان تامین مالی داخلی شرکتها و حساسیت سرمایه گذاری در سطح خطای 0.05 است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از 0.05 بدست آمده است. لذا فرض H_0 رد و فرض H_1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ تامین مالی داخلی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیرگذار است.

نتیجه فرضیه دوم تحقیق

H_0 : تامین مالی خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیرگذار نیست.
 H_1 : تامین مالی خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیرگذار است.

ضریب برآوردی متغیر تامین مالی خارجی در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان تامین مالی خارجی شرکتها و حساسیت سرمایه گذاری در سطح خطای 0.05 است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از 0.05 بدست آمده است. لذا فرض H_0 رد و فرض H_1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ تامین مالی خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیرگذار است.

نتیجه گیری و بحث

نتیجه آزمون فرضیه اول تحقیق نشان تامین مالی داخلی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیرگذار است. در بورس اوراق بهادار تهران منابع شرکتها در صورت کسری بودجه عمدتاً از طریق منابع مالی نقدی و بخشی هم از طریق منابع مالی حاصل از فروش تامین می شود، بنابراین حساسیت سرمایه گذاری به منابع مالی داخلی (وجوه نقد و فروش) در شرکت ها بالا است. به استفاده کنندگان صورت های مالی از جمله سرمایه گذاران توصیه می شود قبل از هرگونه تصمیمی مبنی بر اینکه در چه شرکتی سرمایه گذاری کنند، فرصتهای سرمایه گذاری شرکت را در سالهای گذشته، از طریق نسبت های معرفی شده در این پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند. نتیجه آزمون فرضیه دوم تحقیق نشان تامین مالی خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیرگذار است. دیران باید تصمیم بگیرند وجوه مورد نیاز خود را چگونه تأمین کنند و منابع مالی در دسترس را چگونه مصرف کنند. آن ها می توانند این منابع مالی را صرف پرداخت سود به سهامداران، اجرای پروژه های سرمایه گذاری سودآور، تسویه بدهی های موعده رسیده و افزایش سرمایه در گردش کنند. به سرمایه گذاران، سهامداران و سایر گروه های ذینفع پیشنهاد می شود اگر چنانچه به دنبال سرمایه گذاری در شرکت ها بر مبنای تامین مالی خارجی آنها هستند، حتماً به ارزش حقوق صاحبان سهام آن شرکت ها نیز توجه نمایند چرا که رابطه مثبت و مستقیم بین آنها وجود دارد و از این طریق می توانند ریسک سرمایه گذاری خود را کاهش دهند. شرکتها نیز می توانند با کاهش اهرم مالی، هزینه تامین مالی خارجی خود را کاهش دهند و به سازمان بورس اوراق بهادار تهران نیز پیشنهاد می شود شرکت ها را بر اساس تامین مالی خارجی رتبه بندی نمایند تا از این طریق افراد ذینفع بتوانند تصمیمات آگاهانه ای اتخاذ نمایند. همچنین پیشنهاد به محققان آتی به شرح زیر است:

- پیشنهاد می شود به بررسی تاثیر تامین مالی داخلی و خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری با توجه به "ضعف کنترل داخلی" پردازند.
- پیشنهاد می شود به بررسی تاثیر تامین مالی داخلی و خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری با توجه به "فساد مالی" پردازند.
- پیشنهاد می شود به بررسی تاثیر تامین مالی داخلی و خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری با توجه به "ساختار مالکیت" پردازند.
- پیشنهاد می شود به بررسی تاثیر تامین مالی داخلی و خارجی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری با توجه به "توسعه مالی" پردازند.

منابع

- [1] ابزری، م.، دستگیر، م.، و قلی‌پور، ع. (۱۳۸۶). بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های اقتصادی، ۴ (۴)، ۷۳-۸۹.
- [2] افلاطونی، ع. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه دارایی‌های وثیقه‌ای با تأمین مالی و سرمایه‌گذاری. فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۴ (۳)، ۱۲۴۳-۱۰۹.
- [3] خدایی‌وله‌زاقرد، م.، و سلیمی‌آقالطفعلی، م. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین روش‌های مختلف تأمین مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های نوین در حسابداری، ۲ (۴)، ۸۰-۶۹.
- [4] داغانی، ر.، اعتمادی، ح.، عزیزخانی، م.، و انواری‌رستمی، ع. (۱۳۹۴). تصمیمات تأمین مالی و زمان‌سنجی مدیریت، شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۳ (۳)، ۳۶-۲۱.
- [5] رضاقره‌باغ، ر.، و محمدی، پ. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر الگوهای تأمین مالی بر عملکرد مالی شرکت‌ها در شرایط نوسانات اقتصادی؛ مطالعه موردی: شرکت‌های ساخت خودرو و قطعات. راهبرد مدیریت مالی، ۳ (۸)، ۷۰-۵۱.
- [6] رضایی، ف.، و سیاری، م. (۱۳۹۴). نقش منابع تأمین مالی بر رابطه بین رشد دارایی‌ها و بازده سهام شرکت‌ها. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵ (۱۷)، ۱۱۸-۹۵.
- [7] زنجیردار، م.، و ابراهیمی‌راد، س. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع خارجی) و بازده سهام. مجله مطالعات مالی، ۲ (۲)، ۱۷۲-۱۵۵.
- [8] فرزین‌وش، الف.، و برخوردار، س. (۱۳۸۹). تجارب جهانی مقابله با بحران مالی و آموزه‌هایی برای اقتصاد ایران. تازه‌های اقتصاد، ۸ (۱۲۷)،
- ۱۱۶-۱۴۱.
- [9] کیمیگری، ع.، و نبوی، م. (۱۳۹۷). ارائه الگوی جامع پشتیبان تصمیم برای ساختار سرمایه شرکتی (شرکت‌های شیمیایی بورس اوراق بهادار تهران). فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶ (۱)، ۱۵۸-۱۳۷.
- [10] لاری‌دشت‌بیاض، م.، صالحی، م.، و سخاوت‌پور، م. (۱۳۹۷). بررسی رابطه محدودیت مالی، ساختار دارایی‌ها و تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶ (۱)، ۱۹۶-۱۸۱.
- [11] متین‌فرد، م.، و قوشایی‌قوچق، د. (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه با ارزش وثیقه‌ای دارایی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. سومین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت.
- [12] ملانظری، م.، حجازی، ر.، و صحرايي، م. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع برون‌سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۲ (۶)، ۸۶-۶۵.
- [13] Abzari, M. , Dastgir, M. , & Gholipour, A. (2007). Investigation and analysis of financing methods of listed companies in Tehran Stock Exchange. Quarterly Review of Economics, 4 (4) , 89-73. (in persian).

- [14] Aflatooni, A. (2016). Investigating the effect of financial reporting quality on the relation among collateral assets, financing and investment. *Asset Management & Financing*, 4 (3): 109-124. (in persian). Doi: 10. 22108/AMF. 2016. 20650.
- [15] Aghion, P. , Bond, S. , Klemm, A. , & Marinescu, I. (2004). Technology and financial structure: Are innovative firms different? *Journal of European Economic Association*, 2: 277–288. DOI: 10. 1162/ 154247604323067989.
- [16] Akbar, S. , Rehman, S. , & Ormrod, P. (2013). The impact of recent financial shocks on the financing and investment policies of UK private firms. *International Review of Financial Analysis*, 26: 59–70. Doi. org/10. 1016/j. irfa. 2012. 05. 004.
- [17] Barry, C. B. , Mann, S. C. , Mihov, V. T. , & Rodríguez, M. (2008). Corporate debt issuance and the historical level of interest rates. *Financial Management*, 3, 413–430.
- [18] Berger, A. N. , & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22 (6) , 613-673. Doi. org/10. 1016/S0378-4266 (98) 00038-7.
- [19] Berger, A. N. , & Udell, G. F. (2002). Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organisational structure. *The Economic Journal*, 112 (477): 32-53. Doi. org/10. 1111/1468-0297. 00682.
- [20] Chava, S. , & Purnanandam, A. (2011). The effect of banking crisis on bank-dependent borrowers. *Journal of Financial Economic*, 99, 116-135. Doi: org/10. 1016/j. jfineco. 2010. 08. 006.

Abstract

The purpose of this research was the effect of internal and external financing of companies on investment sensitivity. The geographical scope of this research was the pharmaceutical companies admitted to the Tehran Stock Exchange and the temporal scope was the years between 2018 and 2022. The current research is in the category of applied research, if the classification of types of research based on nature and method is considered, the current research method is in the category of descriptive research in terms of nature, and in terms of method, it is considered in the category of cause-and-effect research. In this research, the library method was used to collect data and information. In the data section, the research was done by collecting the data of the sample companies by referring to the financial statements, explanatory notes and the stock exchange monthly. Based on the systematic elimination method, 20 pharmaceutical companies were selected as a statistical sample. In order to describe and summarize the collected data, descriptive and inferential statistics have been used. In order to analyze the data, first, pre-tests of heterogeneity of variance, Limer's F test, Hausman test and Jarek-Ber test and then multivariate regression test were used to confirm and reject the research hypotheses (Eviuse software). The results of the research showed that the internal financing of companies affects the investment sensitivity. External financing of companies affects the sensitivity of investment.

Keywords: Internal Financing, External Financing, Investment Sensitivity
