



بررسی تأثیر سلامت مالی و حقوق اعتباردهندگان بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس تهران

هادی راشدی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد مراغه، دانشگاه آزاد اسلامی، مراغه، ایران (نویسنده مسئول)
hadirashedi97@gmail.com

جلال ستاری

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد مراغه، دانشگاه آزاد اسلامی، مراغه، ایران
Jalal.satari@gmail.com

مریم عبدی

دانشجوی کارشناسی پرستاری، دانشگاه علوم پزشکی شهید بهشتی، دانشکده پرستاری، تهران، ایران
m.abadi@gmail.com

چکیده

اثرات حمایت از حقوق اعتباردهندگان بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های اقتصادی مضطرب کمتر مشخص است. از یک سو، حقوق اعتباردهندگان قوی باعث افزایش بازده مورد انتظار برای اعتباردهندگان در ورشکستگی می‌شود و به آن‌ها امکان می‌دهد سهامداران و مدیران با اطمینان بیشتری را با انحلال شرکت تهدید کنند و از سوی دیگر، سلامت مالی به مفهوم توان سودآوری و تداوم فعالیت واحد اقتصادی برای کلیه سهامداران و ذینفعان از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است. از این رو در این پژوهش به بررسی تأثیر حقوق اعتباردهندگان و سلامت مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل سلامت مالی بر متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس تهران مثبت و معنادار است و حاکی از آن است که افزایش سلامت مالی منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی، افزایش اعتبار و تقاضای سهام شرکت و بهبود تصمیمات مالی و در نهایت منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت خواهد شد. همچنین نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل حقوق اعتباردهندگان بر متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس تهران مثبت و معنادار است و حاکی از آن است که افزایش حقوق اعتباردهندگان منجر به افزایش اعتبار و تقاضای سهام شرکت و افزایش نظارت در مسیر بهبود تصمیمات مالی و در نهایت منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت خواهد شد.

کلیدواژه‌ها: سلامت مالی، کارایی سرمایه‌گذاری، حقوق اعتباردهندگان



دانشگاه آزاد اسلامی واحد مراغه با همکاری گروه های پژوهشی حقوق شهروندی و حقوق بین الملل سلامت مرکز تحقیقات حقوق

کنفرانس ملی ارتقای سلامت شهری حقوقی پزشکی فراژوئی

NATIONAL CONFERENCE ON HEALTH PROMOTION & IT'S LEGAL & MEDICAL CHALLENGES



مقدمه

کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیتهایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش‌تر از حد مطلوب انجام شده است ممانعت شود آن میزان از سرمایه‌گذاری که توسط فرصت‌های رشد، توضیح داده می‌شود (جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری) و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیتهایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایه‌گذاری). اثرات حمایت از حقوق اعتباردهندگان بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های اقتصادی مضطرب کمتر مشخص است. از یک سو، حقوق اعتباردهندگان قوی باعث افزایش بازده مورد انتظار برای اعتباردهندگان در ورشکستگی می‌شود و به آن‌ها امکان می‌دهد سهام‌داران و مدیران با اطمینان بیشتری را با انحلال شرکت تهدید کنند و از سوی دیگر، سلامت مالی به مفهوم توان سودآوری و تداوم فعالیت واحد اقتصادی برای کلیه سهام‌داران و ذی‌نفعان از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است و اساساً همه ذی‌نفعان در واحدهای اقتصادی به داشتن ابزارهای مناسبی که بتوانند سودآوری و تداوم فعالیت و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری این واحدها را ارزیابی و پیش‌بینی کنند علاقه‌مندند؛ آنجائی که صورت‌های مالی تنها منبع اطلاعاتی مشترک در اختیار کلیه ذی‌نفعان است؛ اما از جمله مسائلی که در این گزارش‌ها به‌طور مشخص منعکس نمی‌شود، سلامت مالی و قدرت نسبی تداوم فعالیت آن در آینده است.

بیان مسئله

باتوجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده است، خصوصاً در کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات عدیده‌ای روبه‌رو هستند، این کشورها، جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی خود هستند. در این باره، یکی از راهکارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است. از آنجایی که سرمایه‌گذاری، یکی از مهم‌ترین اجزای تقاضای کل سال و نقش بسیار تعیین‌کننده‌ای در نوسان‌های اقتصادی و رشد اقتصادی یک کشور ایفا می‌کند، شناخت رفتار سرمایه‌گذاری، بسیار مورد توجه اقتصاددانان و سیاست‌گذاران اقتصادی بوده است. با در نظر گرفتن جنبه‌های اهمیت تصمیم‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری، شامل پروژه‌های بلندمدت (سرمایه‌ای) از قبیل حجم بالای سرمایه‌گذاری، پیامدهای قابل توجه و بلندمدت و همچنین تعهدات مالی عمده و تأثیری که تصمیمات سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت دارند، اهمیت شناخت بهتر و دقیق رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را بیش‌ازپیش نمایان می‌سازد (ابراهیمی و احمدی مقدم، ۱۳۹۴).

امروزه نگاه مدیریت واحدهای انتفاعی به‌جای محیط و صنعت به‌طور جدی به منابع درون‌سازمانی معطوف شده است. منابع غیرعینی که از آن با عناوینی چون دانش، دارایی نامشهود، دارایی راهبردی و... نیز یاد می‌شود، مهم‌ترین منابع درون‌سازمانی است که شرایط ایجاد و افزایش مزیت‌های رقابتی پایدار را دارد. مقارن با انقلاب فناوری اطلاعات و توسعه سریع فناوری برتر، از دهه ۱۹۹۰ الگوی رشد اقتصادی، تغییرات اساسی یافت؛ در نتیجه، عامل دانش که مهم‌ترین سرمایه بود، جایگزین سرمایه‌های مالی و فیزیکی در اقتصاد جهانی شد؛ به بیان دیگر، اقتصاد صنعتی جای خود را به اقتصاد دانش‌محور داد. در اقتصاد صنعتی، عوامل اصلی تولید ثروت اقتصادی، دارایی‌های فیزیکی و مشهود مانند زمین، نیروی کار، پول و ماشین‌آلات و... است و در نهایت،



ترکیب این عوامل موجب تولید ثروت می‌شود. در این نوع اقتصاد، دانش که کلیدی‌ترین عامل ایجاد ارزش و ثروت است، نقش اندکی دارد (گارسیا و پاولوا، ۲۰۰۶)

اعتبار دهندگان که جزء شاخص‌های حکمرانی می‌باشد توجه بسیار می‌بایست شود زیرا هر چه قوانین از نظر میزان سلامت مالی و حقوق اعتباردهندگان تضمین باشد کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از اهمیت فراوانی برخوردار گردد. به‌طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در تمام پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی سازگار است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل نوسان‌های بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد.

در تئوری نحوه تأمین مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری را در شرایطی که به دلیل هزینه‌های انتقال و بازارهای نامتقارن، بازارهای ناقص وجود دارد، تحت تأثیر قرار می‌دهد. با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار مهم می‌باشد. کارایی سرمایه‌گذاری، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش‌تر از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری) و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایه‌گذاری) (فرید و قدک فروشان، ۱۳۹۷).

حداقل دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد: اول اینکه، شرکت‌ها نیاز دارند تا به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع را جمع‌آوری نمایند. در یک بازار کارا، کلیه پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت باید تأمین مالی شوند؛ اما پژوهش‌های زیادی در حوزه مالی مؤید این مطلب می‌باشد که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می‌سازد؛ در نتیجه شرکت‌هایی که با محدودیت تأمین مالی مواجه هستند، ممکن است به دلیل هزینه زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت صرف‌نظر کنند که این کار منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌گردد (فرید و قدک فروشان، ۱۳۹۷)

با توجه به مطالب بیان شده سؤال این پژوهش به قرار زیر است:

آیا سلامت مالی و حقوق اعتباردهندگان بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس تهران تأثیرگذار است؟

اهمیت و ضرورت پژوهش

کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در تمام پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی سازگار است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد. متغیرهای مختلفی روی کارایی سرمایه‌گذاری می‌توانند تأثیر بگذارند.



سلامت مالی می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری را در شرایطی که به دلیل هزینه‌های انتقال و بازارهای نامتقارن، بازارهای ناقص وجود دارد، تحت تأثیر قرار می‌دهد. با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار مهم می‌باشد. کارایی سرمایه‌گذاری، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش‌تر از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری) و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت گردد.

مسئله اصلی این پژوهش نیز بررسی تأثیر قوانین در حقوق اعتباردهندگان و سلامت مالی و مشکلات نمایندگی در کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اهمیت و ضرورت پژوهش حاضر به دلیل اهمیت فزاینده‌ای است که این قوانین و به تبع آن، موفقیت و شکست آن‌ها در محیط رقابتی و پیچیده‌ی امروزی دارد. افزون بر این، به دلیل اقبال و توجه رو به افزایش شرکت‌های مطرح نسبت به دارایی نامشهود، این پژوهش کوششی برای ارج نهادن بر این مفهوم در کشور نیز به شمار می‌آید.

سرمایه‌گذاری و کارایی سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از اهمیت فراوانی برخوردار گردد.

یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود این است که شرکت‌های مواجه با محدودیت تأمین مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر نمایند که این امر به کاهش سرمایه‌گذاری منجر شود. معیار دوم نیز بیان می‌کند اگر شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام گیرد. به عنوان مثال، مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش یا حتی سوءاستفاده از منابع موجود اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارآمد نمایند. اغلب مقالات موجود در این حوزه پیش‌بینی می‌کنند که انتخاب پروژه‌های ضعیف موجب افزایش سرمایه‌گذاری شود (آستین، ۲۰۰۳: ۱۱۲).

به‌طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در تمام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد. علاوه بر این، کارایی سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه مستلزم آن است که از یک سو از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است جلوگیری شود و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد هدایت شود (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷).

کارایی سرمایه‌گذاری

یکی از عوامل مهم در جهت حل مسائل اقتصادی کشورها، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است؛ اما این امر به تنهایی کافی نیست و با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسأله‌ی توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نیز از جمله



مسائل با اهمیت است (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). به طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (وردی، ۱، ۲۰۰۶) و (بیدل و همکاران، ۲، ۲۰۰۹)؛ علاوه بر این، کارایی سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت شود (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری کند. از این رو، کارایی سرمایه‌گذاری به عنوان قرینه‌ی اندازه‌ی انحراف از سرمایه‌گذاری مورد انتظار، در نظر گرفته شده است؛ زیرا هر چه اندازه‌ی انحراف کوچک‌تر باشد، سرمایه‌گذاری کارا تر تلقی می‌شود (وردی، ۲۰۰۶).

حداقل دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. اول اینکه یک شرکت نیاز دارد تا به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع را جمع‌آوری نماید. در یک بازار کارا، همه پروژه‌ها، با ارزش فعلی خالص مثبت باید تأمین مالی شوند. هر چند؛ بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می‌سازد (هوارد، ۳، ۱۹۹۸). یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود آن است که شرکت‌های مواجه با محدودیت تأمین مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف‌نظر نمایند که این کار به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. دوم اینکه، اگر یک شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود. به عنوان مثال مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوءاستفاده از منابع موجود، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نمایند. بیشتر مقالات موجود در این حوزه پیش‌بینی می‌کنند که انتخاب پروژه‌های ضعیف، موجب بیش سرمایه‌گذاری می‌شود (آستین، ۲۰۰۳). تعداد اندکی از این مقالات نیز پیش‌بینی می‌کنند که انتخاب پروژه‌های ضعیف، می‌تواند سبب کم سرمایه‌گذاری گردد. عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بر هزینه‌های تأمین مالی و انتخاب پروژه تأثیر گذارد. به عنوان مثال، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران (که اغلب مشکل انتخاب ناسازگار نامیده می‌شود)، محرکی مهم برای افزایش هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌هایی است که درصد تأمین مالی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری‌شان هستند. ۵ ی. ر. و مجلوف ۴ (۱۹۸۴) یک مدل را که عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران منجر به کم سرمایه‌گذاری می‌شود، ارائه نموده‌اند. آنان نشان داده‌اند موقعی که مدیران در جهت منافع سهامداران کنونی عمل می‌نمایند و شرکت نیاز به تأمین مالی برای پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت دارد، مدیران ممکن است حتی به قیمت صرف‌نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، از تأمین مالی با انتشار اوراق به قیمت کمتر، اجتناب کنند. بعلاوه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران (که اغلب تضاد مالک نماینده نامیده می‌شود) ممکن است مانع سرمایه‌گذاری کارا شود. چون مدیران درصد حداکثر کردن منافع شخصی‌شان می‌باشند، می‌توانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب کنند که ممکن است به بهترین نحو منافع سهامداران را تأمین نکند (برلی و مینزا، ۱۹۳۲). دلیل اینکه چرا مدیران به طور غیرکارا سرمایه‌گذاران را سرمایه‌گذاری می‌کنند، بر اساس مدل‌های مختلف، متفاوت است اما شامل مصرف عواید، موضوعات دوره کاری مدیر و ترجیح یک زندگی آرام می‌باشد.



سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از اهمیت فراوانی برخوردار گردد. به‌طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در تمام پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی سازگار است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (وردی، ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران، ۳۰۴). نوسان‌های بازار ممکن است به انحراف از سرمایه‌گذاری بهینه شرکت منجر شوند که خود را در سرمایه‌گذاری بیشتر از حد یا کمتر از حد نشان می‌دهند (چن و همکاران، ۴، ۲۰۱۴) حداقل دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد: اول اینکه، شرکت‌ها نیاز دارند تا به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع را جمع‌آوری نمایند. در یک بازار کارا، کلیه پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت باید تأمین مالی شوند؛ اما پژوهش‌های زیادی در حوزه مالی مؤید این مطلب می‌باشد که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می‌سازد؛ در نتیجه شرکت‌هایی که با محدودیت تأمین مالی مواجه هستند، ممکن است به دلیل هزینه زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت صرف‌نظر کنند که این کار منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌گردد (بیدل و همکاران، ۵، ۲۰۰۹). دوم اینکه، اگر شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی انجام شود. به عنوان مثال مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نمایند در نتیجه انتخاب پروژه‌های ضعیف، موجب سرمایه‌گذاری بیش‌تر از حد می‌گردد (وردی، ۲۰۰۶).

تئوری نمایندگی نیز به جنبه "سرمایه‌گذاری بیش‌تر از حد می‌پردازد که بر اساس آن تضاد مدیران و سهامداران شکل می‌گیرد: مدیران تمایل دارند اندازه شرکت را بزرگ کنند گرچه مجبور باشند پروژه‌های ضعیف را پذیرفته و ثروت سهامداران را کاهش دهند. اگر جریان‌های نقدی مازاد در دست نباشد، توانایی مدیران در رسیدن به این هدف محدود شده، ولی این محدودیت می‌تواند با تأمین مالی از طریق بدهی برطرف شود. متعاقب آن، مدیر باید اصل و بهره این بدهی‌ها را با وجه نقدی پرداخت کند که قرار بود در پروژه‌های ضعیف به کار گرفته شوند (نوروش و یزدانی، ۱۳۸۹).

سرمایه‌گذاری بیش‌تر از حد، پیامدهای مخربی در سطح شرکت و در سطح اقتصاد یک کشور دارد. مسئله سرمایه‌گذاری بیش‌تر از حد، موجب کاهش کارایی سرمایه‌گذاری در سطح شرکت شده و اقتصاد را ملتهب و متورم می‌کند و به شدت به منافع سهامداران آسیب می‌رساند و منجر به توسعه ظاهری اقتصاد کلان می‌شود که یکی از مسائل اصلی در شرکت‌های بزرگ بشمار می‌آید (یانگ و جیانگ، ۱، ۲۰۰۸).

عوامل مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری

حداقل دو عامل تعیین‌کننده کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. اول، یک شرکت برای تأمین اعتبار فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود نیاز به جمع‌آوری سرمایه دارد. در یک بازار کامل، کلیه پروژه‌هایی با ارزش‌های خالص فعلی مثبت باید تأمین مالی شوند. با این حال، ادبیات بزرگ در امور مالی نشان داده است که شرکت‌ها با محدودیت‌های تأمین مالی روبرو هستند که توانایی مدیران را برای تأمین مالی پروژه‌های بالقوه محدود می‌کند (هابرارد، ۲، ۱۹۹۸). نتیجه‌گیری از این ادبیات این است که بنگاه اقتصادی که با محدودیت‌های تأمین مالی مواجه است، به دلیل هزینه‌های زیاد جمع‌آوری سرمایه، پروژه‌های NPV مثبت را



منتقل می کند، و در نتیجه دچار مشکل سرمایه گذاری کمتر از حد بهینه می شوند. دوم، حتی اگر شرکت تصمیم به جمع آوری سرمایه بگیرد، هیچ تضمینی برای اجرای صحیح سرمایه گذاری ها وجود ندارد. به عنوان مثال، مدیران می توانند با انجام انتخاب های بد، مصرف امتیازات یا حتی با سلب منابع موجود، سرمایه گذاری ناکارآمد را انتخاب کنند. بیشتر ادبیات موجود در این زمینه پیش بینی می کند که انتخاب ضعیف پروژه باعث می شود شرکت به سرمایه گذاری مجدد بپردازد (آستین، ۲۰۰۳)، اما همچنین تعداد کمی از مقالات وجود دارد که پیش بینی می کند شرکت می تواند سرمایه گذاری بهینه انجام دهد (به عنوان مثال، برترند و مولینتان، ۲۰۰۳، ۴).

عدم تقارن اطلاعاتی می تواند بر هزینه جمع آوری بودجه و انتخاب پروژه تأثیر بگذارد. به عنوان مثال، عدم تقارن اطلاعات بین شرکت و سرمایه گذاران (که معمولاً به عنوان یک مشکل انتخاب نامطلوب نامیده می شوند) عامل اصلی هزینه شرکت برای افزایش سرمایه مورد نیاز برای تأمین اعتبار فرصت های سرمایه گذاری خود است (پیکان ۳ در شکل ۱). مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) مدلی را توسعه می دهند که در آن عدم تقارن اطلاعات بین شرکت و سرمایه گذاران باعث عدم سرمایه گذاری شرکت می شود. آن ها نشان می دهند که وقتی مدیران به نفع سهامداران موجود عمل می کنند و شرکت برای تأمین اعتبار یک پروژه مثبت NPV موجود، نیاز به سرمایه گذاری دارد، ممکن است مدیران از جمع آوری وجه با قیمت تخفیفی امتناع ورزند حتی اگر این به معنای گذر از فرصت های مناسب سرمایه گذاری باشد.

همچنین، عدم تقارن اطلاعات به دلیل درجه افتراقی اطلاعات بین مدیران و سهامداران می تواند از سرمایه گذاری مؤثر جلوگیری کند (معمولاً به عنوان یک درگیری عامل اصلی است). از آنجا که مدیران حداکثر رفاه شخصی خود را دارند، می توانند فرصت های سرمایه گذاری را انتخاب کنند که به نفع سهامداران نباشد (برل و میانس، ۱۹۳۲، ۲؛ جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶، ۳). دلیل دقیق اینکه مدیران به طور ناکارآمدی سرمایه سهامداران را سرمایه گذاری می کنند در مدل های مختلف متفاوت است، اما شامل مصرف بیش از حد (جنسن، ۱۹۸۶، ۴، ۱۹۹۳)، نگرانی های شغلی (هولستروم، ۱۹۹۹، ۵)، و ترجیح برای "زندگی آرام" است (برترند و مولینتان، ۲۰۰۳، ۶). مهم تر از همه، رابطه پیش بینی شده این است که مشکلات نمایندگی می تواند به دلیل انتخاب ضعیف پروژه روی بازده سرمایه گذاری تأثیر بگذارد و می تواند هزینه جمع آوری وجوه را در صورت پیش بینی سرمایه گذاران پیش بینی کند که مدیران می توانند منابع مالی تأمین شده را بی اعتبار کنند (لامبرت، لوز و ورکشیا، ۲۰۰۵، ۷). مطالعات انجام شده در زمینه عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری بیانگر آنست که علاوه بر اینکه نرخ بهره، نرخ رشد تولید ناخالص واقعی - که از حمایت نظریه شتاب برخوردار است، سطح درآمد ملی سرانه واقعی، نرخ تورم داخلی، سرمایه گذاری دولتی، بار بدهی خارجی و عوامل غیراقتصادی از جمله متغیرهای تأثیرگذار بر سرمایه گذاری خصوصی معرفی شده اند، نقش نهادهای مرتبط با سرمایه گذاری نیز، که در بخش بعد این نوشتار بررسی خواهد شد، همواره به عنوان یکی از عمده ترین متغیرهای مذکور مورد تأکید قرار گرفته است (برانسون، ۱۳۷۳).



انتظار می‌رود که سرمایه‌گذاری نسبت به تغییرات نرخ بهره به گونه‌ای معکوس عکس‌العمل نشان دهد. با این وجود، باید توجه داشت که رابطه نرخ بهره و تقاضای سرمایه‌گذاری در اقتصاد کشورهای در حال توسعه نسبت به اقتصادهای توسعه یافته از ابهام بیشتری برخوردار است. این ابهام بیشتر به دلیل غیرواقعی و غیرتعادلی بودن نرخ‌های سود رسمی و تفاوت بسیار زیاد آن‌ها با نرخ‌های بهره غیررسمی و همچنین جیره‌بندی اعتبارات به وجود آمده است. گرچه نرخ سود بالاتر به معنای هزینه اجاره بالاتر سرمایه می‌باشد؛ اما در این کشورها این نرخ، شاخص چندان گویایی از هزینه واقعی سرمایه نیست، خصوصاً اینکه در اغلب سال‌ها نرخ سود واقعی منفی بوده است. تسلط دولت بر درآمدهای ارزی حاصل از صدور نفت و تأکید بر سیاست‌های مداخله‌گرا در کشورهای در حال توسعه سبب شده است که سرمایه‌گذاری دولتی سهم قابل توجهی از سرمایه‌گذاری کل را در اقتصاد به خود اختصاص دهد. وابستگی بودجه عمومی به درآمدهای نفتی، سرمایه‌گذاری دولتی را نیز، که منابع مورد نیاز آن از این محل تأمین می‌گردد، به درآمدهای مذکور وابسته کرده است. از این رو، به نظر می‌رسد که توجه به تغییرات درآمدهای نفتی بتواند حداقل بخشی از تغییرات سرمایه‌گذاری در سنوات گذشته را توضیح دهد (والی زاده، ۱۳۸۰: ۹۸). ماهیت وارداتی کالاهای سرمایه‌ای در اقتصاد کشورهای در حال توسعه خصوصیتی است که سرمایه‌گذاری را به درآمدهای ارزی وابسته کرده است. بنابراین، انتظار می‌رود تغییرات درآمدهای ارزی بتواند بخشی از تغییرات سرمایه‌گذاری را توضیح دهد (صمصامی، ۱۳۷۸: ۸۹).

حمایت از حقوق از اعتبار دهندگان

حمایت از حقوق از اعتبار دهندگان مقررات قانونی است که برای محافظت از توانایی وام دهنده در جمع‌آوری بدهی‌های بدهی خود تأمین می‌شود. طلبکاران به این قوانین مهم در مراحل تجدید سازمان و انحلال مراجعه می‌کنند، زیرا آن‌ها حقوق مالکیت یک شرکت ورشکسته را تعیین می‌کنند و فرآیند ورشکستگی را توسط آن‌ها اداره می‌شود. (بانه و گیول، ۲۰۰۹). علاوه بر این، به این معنی که در صورت پیش فرض از دید بدهکار، می‌توان از حمایت از حقوق از اعتبار دهندگان استفاده کرد، زیرا این جنبه مجازات تأمین اعتبار بدهی، انگیزه مدیران را برای جلوگیری از پیش فرض افزایش می‌دهد. بنابراین، حمایت از حقوق از اعتبار دهندگان، منافع خودی شرکت، سهامداران و اعتبار دهندگان را بهتر همسو می‌کند. در نتیجه، حقوق اعتبار دهندگان نیز به عنوان مکانیسم نظارت بر خودی شرکت‌ها عمل می‌کند (هارت، ۲، ۱۹۹۵).

در هنگام قرار دادن حمایت از حقوق از اعتبار دهندگان در تضاد با حمایت از حقوق از سرمایه گذار، ذکر مطالعه صورت گرفته توسط لاپورتا و همکاران ۱ (۱۹۹۸) بسیار مهم است که اظهار داشته‌اند که حمایت از حقوق از اعتبار دهندگان پیچیده‌تر از حمایت از حقوق سرمایه گذاران است زیرا به منظور عملکرد صحیح نیاز به کاهش سایر حقوق دارند. لاپورتا و همکاران ۲ (۱۹۹۸) با "پیچیدگی" به دو جنبه اصلی اشاره دارد:

مورد اول این است که چندین اعتبار دهندگان مختلف وجود دارد که همگی به دلیل منافع متفاوتشان به حقوق مختلف حمایت می‌کنند. به عنوان یک نتیجه، این حقوق متفاوت ممکن است در تضاد باشد که حقوق عالی برای حمایت از یک گروه می‌تواند به حقوق محافظت پایین برای گروه دیگر منجر شود. به عنوان مثال، اگر یک شرکت به طور پیش فرض دارندگان بدهی ناامن، علاقه‌ای به حفظ شرکت داشته باشد، ممکن است برخی از قسمت‌های پول خود را بدست آورد، در صورتی که شرکت دوباره سود کسب کند. در مقابل، دارندگان بدهی تضمین شده بالا فقط ممکن است بخواهند وثیقه را در اختیار بگیرند و به آنچه ممکن است برای این شرکت اتفاق بیفتد نگران کننده نباشند (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۸).



جنبه دوم شامل دو مکانیسم موجود برای مقابله با ریسک پیش فرض یک شرکت است. این دو مکانیسم، سازماندهی مجدد و انحلال، برای مؤثر بودن نیاز به حقوق متفاوتی دارند. مکانیسم‌ها سازماندهی مجدد و انحلال هستند. اعتباردهندگان ارشد وثیقه گر را می‌توان بعنوان اعتباردهندگان با اساسی‌ترین حقوق، یعنی حق بازپرداخت وثیقه در صورت عدم اعتبار، دید. در این حالت، وثیقه بازخرید شده می‌تواند نگهداری یا نقدینگی شود. در کشورهایی که قوانین کار مجدد وثیقه را دشوار می‌کنند، موضوعی در مورد بازپس گیری مطرح می‌شود. این امر به این دلیل است که تسویه مجدد منجر به انحلال شرکت می‌شود که مطلوب برای جامعه نیست. با توجه به آن مسئله، این سؤال مطرح می‌شود، در صورت نیاز به هر دو مکانیسم، از آنجا که کشوری با روند انحلال بی‌عیب و فرآیند سازماندهی مجدد بی‌اثر ممکن است از اعتبار بسیار بالایی برخوردار باشد زیرا ممکن است فرآیند سازماندهی ناکارآمد هرگز به کار نرود (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۸).

هنگام بررسی نظریه‌های مربوط به حمایت از حقوق از اعتباردهندگان و ارزش یک شرکت ادعا می‌کند. این تئوری حاکی از رابطه منفی مستقیم بین حقوق اعتباردهندگان و ارزش شرکت است. این استدلال می‌کند که حقوق طلبکارانه قوی‌تر، شرکت‌ها را به مشارکت در کاهش سرمایه‌گذاری در ریسک سوق می‌دهد که ممکن است کاهش ارزش باشد زیرا حقوق اعتباردهندگان قوی در مواقع پیش فرض می‌تواند منجر به پاک کردن فرآیندهای انحلال ناکارآمد گزینه ادامه شرکت شود. این می‌تواند منجر به هزینه‌هایی شود که بر ارزش سهامداران تأثیر منفی بگذارد. علاوه بر این، حقوق اعتباردهندگان منجر به برکناری مدیریت منجر به هزینه‌های اضافی خصوصی برای مدیران می‌شود و به منظور جلوگیری از این هزینه‌ها مدیران با کاهش

ریسک جریان نقدی و متنوع سازی، احتمال پریشانی مالی را کاهش می‌دهند. این کاهش ریسک ممکن است به سرمایه‌گذاری‌های سودآور و از دست دادن ارزش منجر شود. بنابراین، حقوق اعتباردهندگان قوی می‌تواند هزینه‌های سنگین وزن شرکت‌ها و اقتصاد را به هیچ وجه تشکیل دهد (آشاریا و همکاران، ۲۰۱۱).

در مقابل، ادبیات رو به رشد که نشان می‌دهد اعتباردهندگان از آنچه در گذشته تصور می‌شد دارای قدرت بیشتری هستند، نشان دهنده رابطه مثبت حمایت از حقوق از اعتباردهندگان و ارزش شرکت است. قدرت اعتباردهندگان فقط در موارد پیش فرض تأثیرگذار نیست بلکه در شرایط غیر پیش فرض نیز مؤثر است. پس از نقض میثاق مالی، طلبکاران حق بازپرداخت فوری را دارند، اما بجای تصمیم گیری برای این بازپرداخت فوری، از شکایت نقض چشم پوشی استفاده می‌کنند تا با بازپرداخت توافق نامه اعتباری، محدودیت‌های بیشتری را به بدهکار تحمیل کنند، در نتیجه توافق نامه‌های اعتباری اصلاح شده با کمتر بودجه، با توجه به گسترش نرخ بهره بالاتر و سررسید کوتاهتر (نینی و همکاران، ۲۰۱۲). با توجه به احتمال کمتری برای سلب مالکیت مدیریتی ناشی از بهبود نظارت بر اعتباردهندگان، فرض بر این است که هزینه‌های آژانس کاهش می‌یابد و بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد.

سلامت مالی در شرایط محیطی ایران

از آنجائیکه امروزه اجتناب از ورشکستگی بعنوان راهبردی بنیادی است که هدف آن تضمین فعالیت‌های تجاری می‌باشد بحث پیش‌بینی سودآوری و ارزیابی تداوم فعالیت شرکت‌ها مورد توجه محققان قرار گرفته است. سلامت مالی به مفهوم توان سودآوری و تداوم فعالیت واحد اقتصادی (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۰۰، ۱)



برای کلیه سهامداران و ذینفعان از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است و اساساً همه ذینفعان در واحدهای اقتصادی به داشتن ابزارهای مناسبی که بتوانند سودآوری و تداوم فعالیت این واحدها را ارزیابی و پیش‌بینی کنند علاقه‌مندند؛ آنجائیکه صورت‌های مالی تنها منبع اطلاعاتی مشترک در اختیار کلیه ذینفعان است اما از جمله مسائلی که در این گزارش‌ها به‌طور مشخص منعکس نمی‌شود، سلامت مالی و قدرت نسبی تداوم فعالیت آن در آینده است.

سلامت مالی شرکت‌ها موضوعی است که به بحث تداوم فعالیت، ورشکستگی، درماندگی مالی و ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری (مربوط بودن و قابل اتکا بودن) در ارتباط است. لذا باید در حوزه‌های عملیاتی، بازاریابی و مالی و حسابداری دست به ارزیابی عملکرد شرکت‌ها زد (کریستونیس ۲، ۲۰۰۵).

از دیرباز، در بحث ارزیابی عملکرد، اطلاعات و داده‌های مالی مورد نظر قرار می‌گرفتند و تاکنون در کتب و مقالات مختلف معیارهای سنجش و ارزیابی عملکرد به طرق مختلف مطرح شده‌اند که در فرآیند ارزیابی‌ها، مجموعه‌ای از شاخص‌ها باید مبنای کار قرار گیرد. برخی از عمده‌ترین معیارهای موجود عبارتند از:

(۱) معیارهای سنجش عملکرد که به دو دسته مدل‌های حسابداری و مدل‌های اقتصادی تقسیم بندی می‌شوند (جهانخانی و ظریف فرد، ۱۳۷۴).

(۲) معیارهای سنجش عملکرد که به دو دسته مالی و غیر مالی تقسیم بندی می‌گردند (راهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۸۵).

معیارهای مالی و حسابداری بر پایه اطلاعات تاریخی قرار دارند. طرفداران این معیارها اعتقاد به مطلوبیت اطلاعات تاریخی دارند و بر این باورند که این اطلاعات بستر تاریخی واحد تجاری را بهتر نشان می‌دهند چرا که گزارشگری مالی تاریخی با تدارک نوعی یکنواختی در ارائه اطلاعات مالی هنوز هم از جایگاه خاصی برخوردار است و این جایگاه بواسطه ویژگی‌هایی همچون فرض ثبات واحد پولی، اصل تطابق و اصل تحقق درآمدها و هزینه‌ها حفظ شده است. ضمن اینکه داده‌های مالی قابلیت اتکای بیشتری دارند و با ایجاد ارتباط بین داده‌های آن شاخص‌های مالی در قالب نسبت‌های مالی خلق شدند که از دیرباز مورد استفاده اهل فن قرار گرفته و هنوز هم قابلیت استفاده دارد.

در معیارهای غیر مالی و اقتصادی، عملکرد واحد تجاری با تأکید بر قدرت سودآوری دارایی‌های شرکت و با توجه به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه به کار گرفته شده مورد ارزیابی قرار می‌گیرند مثل ارزش افزوده اقتصادی ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده نقدی.

در حقیقت هر یک از نسبت‌ها و معیارهای فوق بر اساس دیدگاه‌های مرتبط با خود، وضعیت مالی و عملکرد مالی واحد انتفاعی را مشخص می‌کند.

معیارهای مالی و حسابداری برای کمک به تصمیم‌گیری در شرایطی که سرعت تغییرات زیاد است و رقابت بسیار نزدیک بین بنگاه‌های اقتصادی وجود دارد کافی نیست. اتکای صرف به این معیارها برای ارزیابی عملکرد، اهمیت تصمیمات جاری بر منافع بلندمدت و سایر منافع کوتاه مدت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از این رو تمایل به استفاده از معیارهای غیر مالی و اقتصادی روند



فزاینده به خود گرفته است. ضمن اینکه همانند گذشته سهامداران منتظر کسب بازده توسط مدیران نمی‌شوند بلکه از مدیران می‌خواهند تدابیری بیاندیشند تا ارزش سرمایه‌گذاری آن‌ها حداکثر شود از این رو شاخص‌ها و نسبت‌های مالی به تنهایی نمی‌توانند عملکرد شرکت‌ها را به گونه‌ای مطلوب نشان دهند لذا معیارهای دیگری نیز که با خلق ارزش در بلندمدت هم تراز و همسو باشد، نیز مد نظر است. مهم‌ترین نسبت‌های مالی عبارتند از: (نیکومرام و همکاران، ۱۳۸۶)

آزمون فرضیه‌های پژوهش

پس از انجام آزمونهای آماری لازم، به منظور تعیین به کارگیری داده‌ها و اطمینان از صحت الگوی برازش شده، نتایج نهایی حاصل از تخمین مدلهای پژوهش در ادامه ارائه می‌گردد.

بر اساس نتایج آزمون اف لیمر، مدل پژوهش بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی و اثرات ثابت تخمین زده شد. نتایج حاصل از تخمین این مدل در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول (۱): نتایج آزمون مدل پژوهش (متغیر وابسته: کارایی سرمایه‌گذاری)

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآورد شده	انحراف معیار	آماره ^t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	8.561213	3.971403	2.155715	0.0315
کیو توبین	QTOBIN	0.366737	0.139805	2.623202	0.0089
حقوق اعتباردهندگان	CREDITORS	0.744584	0.128850	5.778668	0.0000
متغیر ضربی	QTOBIN* CREDITORS	0.626197	0.230139	2.720948	0.0067
سلامت مالی	DISTRESS	0.157474	0.023475	6.708159	0.0000
اهرم مالی	LEVERAGE	0.606361	1.782104	0.340250	0.7338
اندازه شرکت	SIZE	0.468263	0.224141	2.089142	0.0371
دارایی ثابت	TANG	0.084589	0.183212	0.461699	0.6445
F-statistic	18.62132	معناداری آماره		0.000000	
دوربین واتسن	2.269964	ضریب تعیین		0.800041	

در مدل الگوی پژوهش با توجه به مقدار ضریب تعیین که برابر با ۰/۸۰ می‌باشد و متغیرهای استفاده شده در آن قدرت توضیح دهندگی مدل را به میزان ۸۰ درصد را نشان می‌دهد. مقدار آماره F در این برازش‌ها نیز برابر صفر بودن ضرایب را رد می‌کند.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل سلامت مالی بر متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس تهران مثبت و معنادار است و حاکی از آن است که افزایش سلامت مالی منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی، افزایش اعتبار و تقاضای سهام شرکت و بهبود تصمیمات مالی و در نهایت منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت خواهد شد.



اثر متغیر مستقل حقوق اعتباردهندگان بر متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس تهران مثبت و معنادار است و حاکی از آن است که افزایش حقوق اعتباردهندگان منجر به افزایش اعتبار و تقاضای سهام شرکت و افزایش نظارت در مسیر بهبود تصمیمات مالی و در نهایت منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت خواهد شد.

برآورد الگوی دوم به قرار زیر است:

جدول (۲): نتایج آزمون مدل پژوهش (متغیر وابسته: کارایی سرمایه‌گذاری)

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآورد شده	انحراف معیار	آماره ^۱	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	2.004143	2.488836	-0.805253	0.4208
کیو تو بین	QTOBIN	0.014967	0.002466	6.069382	0.0000
متغیر ضربی	QTOBIN*CREDITORS	0.080671	0.025989	3.104020	0.0019
متغیر ضربی	QTOBIN*CREDITORS*DISTRESS	-0.165809	0.147140	-1.126880	0.2599
متغیر ضربی	QTOBIN*DISTRESS	-1.656740	1.318852	-1.256199	0.2092
متغیر ضربی	CREDITORS*DISTRESS	0.178119	0.433208	0.411163	0.6810
حقوق اعتباردهندگان	CREDITORS	0.060423	0.021422	2.820570	0.0074
سلامت مالی	DISTRESS	0.467305	0.059956	7.794122	0.0000
اهرم مالی	LEVERAGE	-0.375584	0.049570	-7.576796	0.0000
اندازه شرکت	SIZE	-0.024787	0.043529	-0.569430	0.5691
دارایی مشهود	TANG	-0.021889	0.013931	-1.571211	0.1163
F-statistic	2.084270		معناداری آماره		0.000000
دوربین واتسن	2.072168		ضریب تعیین		0.710352

اثر متغیر مستقل سلامت مالی بر متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس تهران مثبت و معنادار است. در واقع افشای مسئولیت اجتماعی و سلامت مالی به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها خواهد انجامید. برای مثال سررسید بدهی کوتاهتر در مسیر سلامت مالی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند. همچنین، شرکت‌هایی که استفاده بیشتری (کمتر از) بدهی کوتاهمدت می‌کنند، شاهد تأثیر کمتر (بیشتر کیفیت گزارشگری مالی) با استفاده از مدل کاسزینک (بر کارایی سرمایه‌گذاری خواهند بود. هرچه هزینه‌نمایندگی افزایش یابد کارایی سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت یا هرچه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسئله سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، کمتر به وجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان نقد



آزاد بالا بیشتر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیش‌تر است.

اثر متغیر مستقل حقوق اعتباردهندگان بر متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس تهران مثبت و معنادار است. عامل دانش که مهم‌ترین سرمایه بود، جایگزین سرمایه‌های مالی و فیزیکی در اقتصاد جهانی شد؛ به بیان دیگر، اقتصاد صنعتی جای خود را به اقتصاد دانش‌محور داد. در اقتصاد صنعتی، عوامل اصلی تولید ثروت اقتصادی، دارایی‌های فیزیکی و مشهود مانند زمین، نیروی کار، پول و ماشین‌آلات و... است و درنهایت، ترکیب این عوامل موجب تولید ثروت می‌شود. در این نوع اقتصاد، دانش که کلیدی‌ترین عامل ایجاد ارزش و ثروت است، نقش اندکی دارد. در اقتصاد دانش‌محور، به مساله حقوق اعتباردهندگان که جزء شاخص‌های حکمرانی می‌باشد توجه بسیار می‌بایست شود زیرا هر چه قوانین از نظر میزان سلامت مالی و حقوق اعتباردهندگان تضمین باشد کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. افزون بر این، از آنجا که امروزه پرهیز از ورشکستگی، راهبردی بنیادی است که هدف آن تضمین فعالیت‌های کسب و کار است، پژوهشگران به بحث پیش‌بینی سودآوری و ارزیابی تداوم فعالیت شرکت‌ها توجه کرده‌اند. سلامت مالی به مفهوم توان سودآوری و تداوم فعالیت واحد اقتصادی برای کلیه سهامداران و صاحبان منافع، اهمیت بسیار زیادی دارد و اساساً همه صاحبان منافع در واحدهای اقتصادی به داشتن ابزارهای مناسبی علاقه‌مندند که سودآوری و تداوم فعالیت این واحدها را بتوانند ارزیابی و پیش‌بینی کنند.

نتایج پژوهش

در جدول (۳) خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داده شده است همان‌طور که در این جدول نشان داده شده است فرضیه پژوهش رد نشده است.

جدول (۳) خلاصه نتایج پژوهش

شماره فرضیه	عنوان فرضیه	نتیجه فرضیه
1	سلامت مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس تهران تأثیرگذار است.	رد نمی‌شود
2	حقوق اعتباردهندگان بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس تهران تأثیرگذار است.	رد نمی‌شود

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل سلامت مالی بر متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس تهران مثبت و معنادار است و حاکی از آن است که افزایش سلامت مالی منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی، افزایش اعتبار و تقاضای سهام شرکت و بهبود تصمیمات مالی و در نهایت منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت خواهد شد. این نتایج منطبق بر تئوری‌های سرمایه‌گذاری و تئوری‌های مالی و مطالعات گونزالز (۲۰۱۸) و هسین هسوانگ و همکاران (۲۰۱۹) می‌باشد. در واقع افشای مسئولیت اجتماعی و سلامت مالی به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها خواهد انجامید. برای مثال سررسید بدهی



کوتاهتر در مسیر سلامت مالی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند. همچنین، شرکت‌هایی که استفاده بیشتری (کمتر) از بدهی کوتاه مدت می‌کنند، شاهد تأثیر کمتر (بیشتر) کیفیت گزارشگری مالی (با استفاده از مدل کاسزینک) بر کارایی سرمایه‌گذاری خواهند بود. هرچه هزینه نمایندگی افزایش یابد کارایی سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت یا هرچه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسئله سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، کمتر به وجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا بیشتر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیش‌تر است.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل حقوق اعتباردهندگان بر متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس تهران مثبت و معنادار است و حاکی از آن است که افزایش حقوق اعتباردهندگان منجر به افزایش اعتبار و تقاضای سهام شرکت و افزایش نظارت در مسیر بهبود تصمیمات مالی و در نهایت منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت خواهد شد. این نتایج منطبق بر تئوری‌های سرمایه‌گذاری و تئوری‌های مالی و مطالعات گونزالز (۲۰۱۸) و هسین هسوانگ و همکاران (۲۰۱۹) می‌باشد. در واقع امروزه نگاه مدیریت واحدهای انتفاعی به جای محیط و صنعت به‌طور جدی به منابع درون سازمانی معطوف شده است.

منابع غیرعینی که از آن با عناوینی چون دانش، دارایی نامشهود، دارایی راهبردی و... نیز یاد می‌شود، مهم‌ترین منابع درون‌سازمانی است که شرایط ایجاد و افزایش مزیت‌های رقابتی پایدار را دارد. مقارن با انقلاب فناوری اطلاعات و توسعه سریع فناوری برتر، از دهه ۱۹۹۰ الگوی رشد اقتصادی، تغییرات اساسی یافت؛ در نتیجه، عامل دانش که مهم‌ترین سرمایه بود، جایگزین سرمایه‌های مالی و فیزیکی در اقتصاد جهانی شد؛ به بیان دیگر، اقتصاد صنعتی جای خود را به اقتصاد دانش‌محور داد. در اقتصاد صنعتی، عوامل اصلی تولید ثروت اقتصادی، دارایی‌های فیزیکی و مشهود مانند زمین، نیروی کار، پول و ماشین‌آلات و... است و در نهایت، ترکیب این عوامل موجب تولید ثروت می‌شود. در این نوع اقتصاد، دانش که کلیدی‌ترین عامل ایجاد ارزش و ثروت است، نقش اندکی دارد. در اقتصاد دانش‌محور، به مساله حقوق اعتباردهندگان که جزء شاخص‌های حکمرانی می‌باشد توجه بسیار می‌بایست شود زیرا هر چه قوانین از نظر میزان سلامت مالی و حقوق اعتباردهندگان تضمین باشد کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. افزون بر این، از آنجا که امروزه پرهیز از ورشکستگی.

منابع

۱. ابراهیمی، سید کاظم و احمدی مقدم، منصور (۱۳۹۴). تأثیر اهرم مالی و محافظه کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، ۱۲۰، ۷-۱۰۲
۲. ابراهیمی، سید کاظم، و احمدی مقدم، منصور. (۱۳۹۴). تأثیر اهرم مالی و محافظه کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، ۱۲۰-۱۰۲، (۲۷)۷
۳. بادآور نهندي، یونس؛ تقی‌زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۲) بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۲، تابستان، صص. ۳۲-۱۹
۴. پورعلی، محمدرضا. (۱۳۹۲). ارائه مدل سنجش و ارزیابی سلامت مالی در شرایط محیطی ایران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری. ۲۰۶-۱۷۹، (۵۲)
۵. تهرانی، رضا، و نوربخش، عسکر. (۱۳۸۵). مدیریت سرمایه‌گذاری، تهران، نگاه دانش.



۶. ثقفی، علی، بولو، قاسم و محمدیان، محمد (۱۳۹۰). کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد، مجله

پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۳: ۳۷-۶۳

7. Bhagat, S., Moyen, N., Suh, I. (2005). Investment and internal funds of distressed firms. *Journal of Corporate Finance*, 11: 449-472.
8. Biddle A., grant, P. & Jarvis, R. (2004), European bank lending to the UK SME sector. *International small business journal*, 22:115-130.
9. Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality improve investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48: 112-131.
10. Brockman, Paul, & Emre Unlu., (2009), "Dividend Policy, Creditor Rights, And The Agency Costs Of Debt", *Journal Of Financial Economics*, No.92, pp. 276- 299.
11. Chen, R., E. Ghoul, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2014). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, Available online, doi:10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001.
12. Collins G. Ntim (2016) " Corporate governance, corporate health accounting, and firm value: The case of HIV/AIDS disclosures in Sub-Saharan Africa", *The International Journal of Accounting*, Vol. 51, Issue 2, June 2016, PP. 155-216, <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2016.04.006>.
13. Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59. Garanina, T., & Pavlova, Y. (2011). Intangible assets and value creation of a company: Russian and UK Evidence. *Proceedings of the European Conference on Intellectual Capital*. 165-175.
14. González Francisco (2018), Creditor rights, financial health, and corporate investment efficiency, *North American Journal of Economics & Finance*, S1062-9408(18)30077-9
15. Hyewon Youn and Sujin Song and Seoki Lee and Jong-Hyeong Kim (2016) "Does the restaurant type matter for investment in corporate social responsibility?", *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 58, September 2016, PP. 24-33, <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2016.07.004>.
16. International Monetary Fund (IMF). (2000). "Financial Sector Assessment Program- (FSIP). A review lessons from the pilot and issues going forward", IMF SM/00/263.
17. Ipek Eren Vural (2017) "Financialisation in health care: An analysis of private equity fund investments in Turkey", *Social Science & Medicine*, Vol. 187, August 2017, PP. 276-286, <https://doi.org/10.1016/j.socscimed.2017.06.008>.
18. Kaufmann, Daniel; Kraay, Aart, & Mastruzzi, Massimo (2009). *Governance Matters VII*, World bank.
19. Kritsonis, A. (2005). Assessing a firms future financial health. *International Journal of Scholarly Academic Intellectual Diversity*. 8(1):
20. Kritsonis, Alicia. (2005). "Assessing a firms future financial health", *International Journal of Scholarly Academic Intellectual Diversity*, California State University vo.8, No.1.
21. López-Gutiérrez, C., Azofra, S. S., Torre-Olmo, B. (2015). Investment decisions of companies in financial distress, *Business Research Quarterly*, 18: 174-187. Marc Fischer and Alexander Himme (2016) "The financial brand value chain: How brand investments contribute to the financial health of firms", *International Journal of Research in Marketing*, Vol. 34, Issue 1, March 2017, PP. 137-153, <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2016.05.004>.
22. McKnight, P. J & Weir, C. (2009), "Agency costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49:139-158.
23. Naeem, K., & Li, M. C. (2019). Corporate investment efficiency: The role of financial development in firms with financing constraints and agency issues in OECD non-financial firms. *International Review of Financial Analysis*, 62, 53-68.
24. Niels Hermes (2018) "The effect of creditor rights on the relationship of firm level corporate governance and firm value in case of M&As", Master Thesis. Obafemi R. Oyewumi and Oluwabunmi A. Ogunmeru and Collins S. Oboh (2018) " Investment in corporate social responsibility, disclosure practices, and financial performance of banks in Nigeria", *Future Business Journal*, Vol. 4, Issue 2, December 2018, PP. 195-205, <https://doi.org/10.1016/j.fbj.2018.06.004>.
25. Petkov, R.R. (2011). The current financial crisis and its potential impact on internally generated intangible assets. *International Journal of Business & Management*. 6(3): 37-44.
26. Richardson, S. (2006), "over-Investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies*, 11:159-89.



27. Russell, M. (2014). Capitalization of intangible assets and firm performance. The University of Queensland, pp.1-67.

28. Sara B. Holland (2017) "Firm investment in human health capital", Journal of Corporate Finance, Vol. 46, October 2017, PP. 374-390, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.08.003>.

29. Taghavi, M., & Porali, M.R. (2010). Analysis of financial ratios in determining the different levels of the financial health of manufacturing units in Iran. Journal of Financial Studies. 8: 23-51. (in Persian).

30. Tai-Hsin Huang and Chung-ILin and Ruei-Cian Wu (2019) "Assessing the marketing and investment efficiency of Taiwan's life insurance firms under network structures", The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 71, February 2019, PP. 132-147, <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.002>.

31. Verdi, R. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency, working paper.M.I.T.

32. Whited, T.M. (1992). Debt, liquidity constraints, and corporate investment: evidence from panel data. J. Finance, 47: 1425-1460.

33. Yang, J. Jiang, Y. (2008), accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study. The Business Review, Vol.1, pp.159-166. Zheng, J., He, X. and Wang, H. (2001). Financial constraints in the listed companies investment: explanation from the views of structure of equity. Journal of Financial Research, 11: 92-99.



Investigating the Impact of Financial Health & Creditors' Rights on the Efficiency of the Company's Investment in the Tehran Stock Exchange

Hadi Rashidi

M.A Student in Accounting, Maragheh Branch, Islamic Azad University, Maragheh, Iran
(Corresponding Author)
hadirashedi97@gmail.com

Jalal Satari

M.A Student in Accounting, Maragheh Branch, Islamic Azad University, Maragheh, Iran
Jalal.satari@gmail.com

Maryam Abdi

B.A Student Nursing Undergraduate, Shahid Beheshti University of Medical Sciences, Faculty of Nursing,
Tehran, Iran
m.abadi@gmail.com

Abstract

The effects of protection of creditors' rights on investment productivity in distressed economic enterprises are less clear. On the one hand, strong creditors' rights increase the expected return for creditors in bankruptcy and allow them to threaten shareholders and managers with more confidence with the liquidation of the company, and on the other hand, financial health in the sense of the ability to make profits and continue the activity of the economic unit. It is very important for all shareholders and stakeholders. Therefore, in this research, the impact of creditors' rights and financial health on investment efficiency in companies admitted to the Tehran Stock Exchange is investigated. The results of the research show that the effect of the independent variable of financial health on the dependent variable of the company's investment efficiency in the Tehran Stock Exchange is positive and significant, and indicates that the increase in financial health leads to a decrease in agency costs, an increase in credit and demand for company shares, and an improvement in financial decisions and Finally, it will lead to an increase in the efficiency of the company's investment. Also, the results of the research show that the effect of the independent variable of creditors' rights on the dependent variable of the company's investment efficiency in the Tehran Stock Exchange is positive and significant, and it indicates that the increase of creditors' rights leads to an increase in credit and demand for the company's shares and an increase in monitoring in the way of improving financial decisions. And finally, it will lead to an increase in the efficiency of the company's investment.

Keywords: Financial Health, Investment Efficiency, Creditors' Rights.