محدودیت های مالی داخلی و خارجی و رابطه آن با
سرمایه‌گذاری دارایی های سرمایه‌ای در
شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

فرزاد کرمی*
محسن صادقی**

چکیده

مطالعه حاضر به بررسی سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ای و محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. جامعه آماری مشکل از 148 شرکت تولیدی در دوره زمانی 1378 تا 1379 می‌باشد. در این پژوهش از نسبت «جریان های نقدی عملیاتی به حقوق صاحبان سهام» به عنوان محدودیت‌های مالی داخلی و از «اندازه شرکت» به عنوان محدودیت‌های مالی خارجی استفاده شده است. نتایج تحلیل داده‌ها نشان داد که اندازه شرکت به جریان‌های نقدی عملیاتی و حساب‌سازی سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی رابطه ای معنی دار و منفی وجود دارد. بنابراین با کاهش محدودیت‌های مالی داخلی، حساب‌سازی سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی افزایش یافته است.

(*) استادیار دانشگاه ازاد اسلامی واحد مبارکه
(**) کارشناس ارشد حسابداری
واژه‌های کلیدی: سرمایه گذاری، دارایی‌های سرمایه‌ای، جریان‌های نقدی عملیاتی، اندازه شرکت

۱- مقدمه

یکی از اهداف مهم تامین مالی انجام سرمایه گذاری در شرکت‌ها برای سودآوری پیشرفت می‌باشد. مدیران شرکت‌ها به منظور حداکثر کردن ارزش شرکت به دنبال اجرای سرمایه‌گذاری از سودآور می‌باشند. انجام پروژه‌های سودآور مستلزم تامین مالی برای اجرای پروژه‌هاست. طریق مختلف تامین مالی شامل تامین مالی داخلی، تامین مالی خارجی و یا ترکیبی از این دو نوع است.

با توجه داشته که تامین مالی توسط شرکت‌ها نامحدود نیست و شرکت‌ها از این بااختیار محدودیت‌های تامین مالی هستند. محدودیت‌های مالی به دست محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی قابل تقسیم می‌باشند. سوال اصلی پژوهش این است که ایا محدودیت‌های مذکور بر برنامه‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر گذار است؟

جته پاسخگویی به سوال اصلی پژوهش، ۲ فرضیه تدوین و با استفاده از روش تجزیه و تحلیل الکویی تصحیح خطا (ECM) مورد آزمون تجربی قرار گرفت. پس از مقدمه، ابتدا مباحث نظری و ادبیات موضوع بیان می‌شود. سپس مدل‌های مورد استفاده توصیه می‌گردد. به دنبال آن نتایج تجربی حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها ارائه خواهد شد و نتیجه‌گیری‌ای که پایان بخش مقاله خواهد بود.

۲- ادبیات و پیشینه پژوهش

پیچیدگی‌های نسبتی و گسترش فعالیت‌های تجاری در اغلب کشورها موجب شده است که مدیران سازمان‌ها با توجه به مستندات خود در راستای دستیابی به اهداف سازمان و به منظور حصول اطمینان از هدایت صحیح کلیه مبناهای باشند. از جمله مواردی که تضمین گیری می‌تواند اهمیت قابل توجهی داشته باشد، تضمین‌های مربوط به مخارج سرمایه‌ای است. این‌گونه تضمین‌ها بر اغلب عهده‌دار مالی عامه‌ای ایجاد می‌کند که با خط مشی‌ها و سیاست‌های بانک مدت سازمان‌ها نیز در ارتباط می‌باشد.

(بهرام فر و استجری، ۱۳۸۰)
اختصاص منابع مالی عده به پروژه‌های سرمایه‌گذاری، مستلزم اتخاذ استراتژی‌های
تامین مالی از سوی شرکت‌ها است که بر روی ساختار مطبوب سرمایه‌مومتر خواهد بود. به
طور کلی تو روند بر ساختار سرمایه حاکم است. روند اول روند سنتی است و بر این
فرض استوار است که ساختار مطبوب سرمایه وجود دارد و می‌توان ارزش شرکت‌ها را از طریق
اقتصادی که از اهمیت افزایش داده شده که عوامل دگر شرکت‌ها متغیر است و بر این فرض استوار است
که عمولت روی بر تغییر میزان استفاده از بهره و سهولت توزیع شرکت‌ها مؤثر هستند. در
این راستا تکیه‌های مختلفی از جمله تغییر توزیع استراتژی توزیع ترجیحی و جهت دارد که
این عوامل را بیشتر کنند.

دکته‌ای که دیگر اهمیت دارد اینکه استفاده از استراتژی‌های تامین مالی همیشه به
سادگی امکان‌پذیر نیست و شرکت‌ها در این خصوص با منابع مالی محدود در ارتباط بوده،
دارای محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی هستند.

محدودیت‌های مالی داخلی محدودیت‌های هستند که در ارتباط با منابع (وجه نقد)
داخل واحدهای مطرح بوده و می‌توان تحت عنوان نظریه نمایندگی نظریه مطرح کرد.
جنسیت و مکلیتی معتقدند و آم دهدگان در قرار داده‌های بدهی محدودیت‌های خاصی را
از قبل حفظ سطح معینی از سرمایه در گرشش عدم ملایمی دارایی‌های جدید، عدم
سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های جدید و غیر مرتبط با تجارت فعالی و عدم پرداخت سود
سهم‌ها پرایهام و گیرنده‌گان قابلیت می‌شوند.

همچنین صنایعی که از فرصت‌های رشد درک‌یا منفی، اما در عین حال از جریان‌های
ازاد بیشتر بی‌خوددارند، انتظار می‌روید بدهی زاید داشته باشند. دارا بود باید تغییر نتیجه‌ی آزاد زاید
بدون بخوره‌داری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب، سپر می‌گردد مدیران در استفاده از
مربوطه‌ی زاید روی نموده و در راستای امین منافع و اهداف شخصی برآمده و حتی به سبب
خود حقوق و مالیات بیش از اندازه پرداخت کند. در نتیجه افزایش سطح بدهی در ساختار
سرمایه‌ی بیان جریان‌های در آزاد رو کاهش داده و مالکیت مدیران در حقوق مالکانه به‌نها
شرکت‌های افزایش می‌دهد (پارک‌زی، ۱۳۸۲).

محدودیت‌های مالی خارجی محدودیت‌های هستند که در ارتباط با منابع مالی خارجی از
واحد تجاری بوده و از طریق انتشار حرفه‌ی و حاصل می‌شوند. این محدودیت‌ها
می‌توان بر طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی مطرح کرد. طبق مفهوم دوم مدیران درباره جریان

1. Agency Costs Theory
2. Jensen and Meckling
تقدیم کنید، فرصت های سرمایه‌گذاری به طور کلی جشم اندماز آتش و ارزو واقعیت شرکت اطلاعاتی بیش از اطلاعات سرمایه‌گذاری مربوط به کسب و کار در اختیار دارد. به عنوان به عنوان
مثال، مابری و مالکوف (1984) چنین عنوانی می‌کند که اگر سرمایه‌گذاران درباره ارزش
و اطلاعات شرکت‌های کمتری داشته باشند، در چنین شرایطی ممکن است سهمهای شرکت‌ها درست قائم‌گذاری شود. اگر شرکت‌ها بتوانند به‌طور خیرافی خود را از محل ان‌نشر
سهام تأمین مالی کنند، ممکن است قیمت‌گذاری کمتری از واقع بزار، به حداً شدید باشد؛ که
سهام‌های جدیده، ارزشی بیش از ارزش فعلی بوده که در دوران این‌نیمه، سهام‌های فعلي زیان بیشتری، بنابراین در چنین موقعیت شرکت ناگزیر می‌شود از قبول و اجرا
پروره‌های سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلی خالص درست چشم پوشی کد. در چنین شرایطی،
شرکت‌ها ترجیح می‌دهند پروره‌های سرمایه‌گذاری خود را از محل منابع داخل شرکت
تأمنی مالی کنند؛ به‌هر ترتیب از انتشار سهام خودداری نموده؛ میزان اسکناس آنها را تفاضل
بین سرمایه‌گذاری مطلوب و میزان سود انبساطه‌ی اندنوخته‌ها تعیین می‌کند. اما در صورت
عدم تکاکوی منابع داخلی، برای اجتناب از ریس فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند، شرکت‌های
نوشته شده‌های از محل اوراق بهاداری که احتمال قیمت‌گذاری کمتری از واقع آن در بازار
کمتر است، تأمین مالی کنند. به عنوان مثال، اوراق فرضه مشمول قیمت‌گذاری کمتری از واقع
نیم‌شود و بنابراین به انتشار سهام ارتجحی درد (هربس و روبه، 1991).

وجود محدودیت‌های تأمین مالی داخلی و خارجی متأثر متفاوت بر روی حساسیت سرمایه
گذاری نسبت به جریان‌های تقدیمی دارد. در این خصوص نظریه‌های متفاوتی در سال‌های
اخر مطرح و گردید است:

فازاری و همکاران (1988) معتقدند شرکت‌های با نرخ سود پرداختنی کمتر، حساسیت
سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های تقدیمی بالاتری را نشان می‌دهند. در حالیکه کابلین و
زینکوس (1997) اعتقاد دارند حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌ها تقدیمی
تواند مدل‌برای این پایش که شرکت‌ها محدودیت دارند، آنها شرکت‌ها را به دو طرف می‌نمایند
طبقه بندی می‌کنند. یک طرف از شرکت‌ها رای تأمین منابع مالی متمایل به استفاده از
سرمایه‌سازی سهام مثبت که اصطلاحاً آنها را شرکت‌های نسبت به سرمایه‌ای می‌گویند. طرف

1. Myers & Majluf
2. Harris & Raviv
3. Fazzari, et al.
4. Kaplan & Zingales

Downloaded from qfaj.ir at 12:34 +0430 on Monday June 22nd 2020
فصل Taiwanese عملی پژوهشی حسابداری مالی / شماره 2

دیگر شرکت های مستقل که برای تامین منابع مالی متمایل به اجرا دهی هستند که اصطلاحا آنها را شرکت های اهمی می نامند.

تغییر در نظریه های فوق می تواند به دلیل تفاوت در معماری استفاده شده باشد. اگر مطالعات نتایج نشان با نتایج مطالعه فازاری و همکاران (1998) هماهنگ بوده و آنها از معماری مثل اندلرس شرکت و ترخ سود پرداختنی برای بررسی محدودیت های مالی استفاده کردند این معماری بر طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی بین ماشین و نه عنوان محدودیت های مالی خارجی مطرح هستند. سایر پژوهش های انجام شده در خصوص موضوع این پژوهش به قرار زیر است:

گوارگیل (2008) در پژوهشی با برابر محدودیت های مالی داخلی محدودیت های مالی خارجی و اتخاذ تصمیم های سرمایه گذاری را مورد بررسی قرار داد. جامعه آماری مسئول بر 24184 شرکت در طی سال های 1996-2002 بوده است. نتایج جزئی و تحلیل داده ها با استفاده از روش گسترشی تعیین یافته (GMM) نشان می دهد حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان های نقدی به درجات مختلف محدودیت های مالی داخلی و خارجی وابسته است. نتایج خیلی پژوهش نشان می دهد هنگامی که محدودیت های مالی خارجی بالاست و محدودیت های مالی داخلی بالاست هستند حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان های نقدی بالاتر است.

کلازی و همکاران (2007) تأثیر محدودیت های مالی داخلی و خارجی را بر روی حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان های نقدی مورد بررسی قرار دادند. آنها مدالی پیش بینی کردن که این حساسیت را به وسیله اثر متقابل بین درآمد و هزینه نشان می دهد. طبق اثر هزینه سطح بالاتر سرمایه گذاری نیازمند مقررات بیشتر، هزینه های بیشتر و درنتیجه ریسک بالاتر است که یک رابطه منفی بین جریان های نقدی و سرمایه گذاری را نشان می دهد. از طرف دیگر طبق اثر درآمد سطح بالاتر از سرمایه گذاری، درآمد بیشتری برای شرکت ایجاد می کند و درنتیجه ریسک شرکت را کاهش خواهد داد. این تأثیر یک رابطه منفی بین جریان های نقدی و سرمایه گذاری نشان می دهد.

جهانی و کنعانی امیری (2013) در پژوهش ای استفاده از اطلاعات حسابداری یک مدل نسبتا ساده جهت تعیین میزان مکانگی سرمایه ای در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق

---

1. Guariglia
2. Generalized Method of Moments
به‌داران هزاران ارائه نمودند. آنها با ارائه رگرسیون و آزمون فرضیه‌ها به یک پیش‌بینی مقایسه‌ای در ارتباط با حساسیت سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و ارتباط آن ها با پرداخته‌های آنی سهام و ضریب Q سهام در پازار برداختند. دوره تحت بررسی سال‌های 1382-1389 و خلاصه نتایج آزمون هر سه فرضیه نشان می‌دهد که کاست ضریب رگرسیونی 1 برای ضریب KZ افزایش می‌یابد. به غربت دیگر مخارج سرمایه‌ای شرکت‌های سرمایه‌گذاری از مقایسه با شرکت‌های اهرم‌دار حساسیت بیشتری نسبت به ضریب Q می‌باشد.

3- فرضیه‌ها

به جهت پاسخگویی به سوال اصلی، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین و مورد آزمون تجربی قرار می‌گیرد:

فرضیه 1: بین نسبت «جریان‌های نقدی عملیاتی به حقوق صاحب‌اندیسی سهام» و حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی رابطه‌ای معنی‌دار وجود دارد.

فرضیه 2: بین انتخاب شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی رابطه‌ای معنی‌دار وجود دارد.

4- روش پژوهش

به منظور بررسی محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی و رابطه آن با سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای از روش تجزیه و تحلیل الگوی تصمیم‌گیری برای 148 شرکت‌های پذیرفته شده دوره اوراق بهادار تهران در طی دوره 1382-1386 استفاده‌شده است. وجوه هم‌جمله بین مجموعه‌ای از متغیرهای اقتصادی-اجتماعی، فنی-اقتصادی استفاده از الگوی تصمیم‌گیری خط راف به می‌آید. این الگوها در کارهای تجربی بدان جهت مورد استفاده قرار می‌گیرند. که نوسانات کوتاه مدت متغیرها را به مقادیر تمامی بسته می‌نماید. بنابراین قبل از استفاده از روش الگوی تصمیم‌گیری خطای هم‌جمله بین متغیرها را با استفاده از آزمون ریشه‌های واحدها یافته (ADF) مورد بررسی قرار داد.

در پژوهش حاضر از نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به حقوق صاحب‌اندیسی سهام به عنوان یک‌گزینی برای محدودیت‌های تأمین مالی داخلی استفاده‌شده است و بر این اساس شرکت ها به سه گروه شرکت‌های با جریان‌های نقدی کم (NEG CF)، جریان‌های نقدی متوسط و...

1. Augmented Dickey-Fuller
فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/ شماره ۲

۴۹

\text{تسیمی شده اند. همچنین از اندازه (HIGH CF) و جریان های نقیب زیاد (MED CF) شرکت به عنوان می‌باشد. برای این شرکت گی‌دی محدودت های تأمین مالی خارجی استفاده می‌شود و با این‌جا شرکت‌های نمونه بر اساس اندازه به سه گروه کوچک (SMALL)، متوسط (LARGE) و بزرگ (MEDIUM) تقسیم شده اند.}

جهت ارائه خود به نظریه ۴ مدل گزینن‌بندی استفاده قرار گرفته است. در اینجا جهت بررسی رابطه بین جریان‌های نقیب عملیاتی و سرمایه‌گذاری دارای های سرمایه‌ای از مدل

چند متغیره (۱) استفاده می‌شود:

\[ I_t/K_{(t-1)} = \alpha_t + \beta_1 I_{(t-1)}K_{(t-2)} + \beta_2 \Delta S_{(t)} + \beta_3 \Delta S_{(t-1)} + \beta_3 (K_{(t-2)} - S_{(t-2)}) + \beta_4 CF_{(t-1)}K_{(t-1)} + \varepsilon_t \]  

طقه مدل (۱) عبارت است از سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای که در این مدل متغیر وابسته می‌باشد و سایر متغیرها به شرح زیر است: 

عبارت است از انگارش فروش برای شرکت \( i \) در سال \( t \)

عبارت است از جریان‌های نقیب عملیاتی برای شرکت \( i \) همچنین (۲) عبارت است از ارزش بازار حقوق صاحب سهام که جهت همکن سازی داده‌های جمع‌آوری شده مورد استفاده قرار می‌گیرد.

سپس رابطه بین نسبت جریان‌های نقیب عملیاتی به حقوق صاحب سهام و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقیب با استفاده از مدل چند متغیره (۲) استفاده خواهد شد:

\[ I_t/K_{(t-1)} = \alpha_t + \beta_1 I_{(t-1)}K_{(t-2)} + \beta_2 \Delta S_{(t)} + \beta_3 \Delta S_{(t-1)} + \beta_3 (K_{(t-2)} - S_{(t-2)}) + \beta_4 CF_{(t-1)}K_{(t-1)}* NEGCF_t + \beta_5 CF_{(t-1)}* MEDCF_{(t-1)} + \beta_6 CF_{(t-1)}* HIGHCF_{(t-1)} + \varepsilon_t \]  

طقه مدل (۲) یا متغیر وابسته می‌باشد که به همراه تعدادی از متغیرهای مستقل در مدل قبل توضیح داده شده است. سایر متغیرهای مستقل به شرح بر است:

متغیر مجازی است که عدد ۱ را به خود اختصاص می‌دهد در صورتیکه نسبت جریان‌های نقیب عملیاتی به حقوق صاحب سهام در چارک اول باشد و در غیر اینصورت عدد ۰ می‌گیرد.

عدد \( t \) می‌گیرد.
محدودیت های مالی داخلی و خارجی و رابطه آن با سرمایه کاذبی

متغیر مجازی است که عدد 1 را به خود اختصاص می‌دهد در صورتی که MEDCF_{lt}
نسبت "جريبان" های نهایی عملياتی به حقوق صاحبان سهام" در چارک دوم و سوم باشد و در
غير اینصورت عدد 0 می‌گردد.

متغیر مجازی است که عدد 1 را به خود اختصاص می‌دهد در صورتی
HIGHCF_{lt}
نسبت "جريبان" های نهایی عملياتی به حقوق صاحبان سهام" در چارک چهارم باشد و در غير
اينصورت عدد 0 می‌گردد.

در نهایت جهت بررسی رابطه بين اندازه شركت و حساب‌سپاری سرمایه کاذبی نسبت به
جريبان های نهایی از مدل جند متنگیره (3) استفاده خواهد شد:

\[ I_t/K_{lt-1} = \alpha + \beta_1 I_{lt-1}/K_{lt-2} + \beta_2 \Delta S_t + \beta_3 \Delta S_{lt-1} + \beta_4 (K_{lt-2} - S_{lt-2}) + \beta_5 CF_t/K_{lt} + \epsilon_t \]

\[ \text{SMALL}_{lt} = \beta_6 CF_t/K_{lt-1} \times \text{MEDIUM}_{lt} + \beta_7 CF_t/K_{lt-1} \times \text{LARGE}_{lt} + \epsilon_t \]

جراحه آماری و نمونه

در این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که دارای وزگی‌هاي زیر

1- بانک سال مالی شرکت‌ها 29 اسفند باشد.
2- اطلاعات آنها در طی دوره مورد بررسی موجود باشد.
3- شرکت‌ها از نوع تولیدی باشد.
4- در کلیه سال‌های مورد بررسی در دارایی‌های سرمایه ای سرمایه‌گذاری داشته باشند.
5- در طی سال‌های مورد بررسی تغییر سال مالی داشته باشند.

پا توجه به وزگی‌هاي مذكور در مجموع 148 شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. قلمرو
مکانی تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین
فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/ شماره ۲

۶- تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

همانگونه که قبلاً بیان شد جهت بررسی پایایی متغیرها از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته استفاده می‌شود. نتایج حاصل از اجرای این آزمون در جدول (۱) آورده شده است:

جدول ۱: بررسی پایایی متغیرها با استفاده از روش دیکی فولر تعمیم یافته

<table>
<thead>
<tr>
<th>متغیر</th>
<th>معنی‌های آماره</th>
<th>معنی‌های آماره</th>
<th>معنی‌های آماره</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>MEDIUM_i</td>
<td>İ_i/K_i(t=1)</td>
<td>İ_i/K_i(t=1)</td>
<td>İ_i/K_i(t=1)</td>
</tr>
<tr>
<td>LARGE_i</td>
<td>ΔS_i</td>
<td>ΔS_i</td>
<td>ΔS_i</td>
</tr>
<tr>
<td>NEGCFit</td>
<td>(K_i(t=2)−S_i(t=3))</td>
<td>(K_i(t=2)−S_i(t=3))</td>
<td>(K_i(t=2)−S_i(t=3))</td>
</tr>
<tr>
<td>MECFit</td>
<td>CF_i/K_i(t=1)</td>
<td>CF_i/K_i(t=1)</td>
<td>CF_i/K_i(t=1)</td>
</tr>
<tr>
<td>HIGHCFit</td>
<td>SMALL_i</td>
<td>SMALL_i</td>
<td>SMALL_i</td>
</tr>
</tbody>
</table>

مادها: محاسبات پژوهشگر

همانگونه که در جدول (۱) مشاهده می‌شود آماره ۱ مربوط به متغیرها نشان می‌دهد که تک تک متغیرهای موجود پایا هستند و نباید این می‌توان وجود هم‌جمعی بین متغیرها را اثبات کرد. این نشان می‌دهد که می‌توان جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش الگوی تصحیح خطأ استفاده نمود.

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش در ابتدا برای بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و سرمایه‌گذاری دارای های سرمایه‌ای از مدل چند متغیره (۱) استفاده می‌شود. رابطه مذکور به وسیله داده‌های سرمایه و با استفاده از مدل الگوی تصحیح خطای مورد بررسی قرار گرفت که نتایج حاصل از آن در جدول (۲) بیان شده است.
جدول ۲: نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی و سرمایه‌گذاری (روش تخمین ECM با داده‌های سری زمانی)

<table>
<thead>
<tr>
<th>متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای</th>
<th>عدد مشاهدات برای هر متغیر: ۱۳۳۲</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>آماره</td>
<td>خلاصه استاندارد</td>
</tr>
<tr>
<td>---</td>
<td>---</td>
</tr>
<tr>
<td>۴٫۷۸۴۹</td>
<td>۰٫۸۸۴۲</td>
</tr>
<tr>
<td>۷٫۰۴۲۷</td>
<td>۴٫۱۲۳۲</td>
</tr>
<tr>
<td>۶٫۴۹۴۴</td>
<td>۰٫۱۲۳۲</td>
</tr>
<tr>
<td>۷٫۴۲۳۳</td>
<td>۰٫۱۲۳۲</td>
</tr>
<tr>
<td>۳۰</td>
<td>۱۰۴۸</td>
</tr>
</tbody>
</table>

ملاحظه: محاسبات پژوهشگر

همانطوری که در جدول ۲ مشاهده می‌شود با مقایسه فاصله آماره f پیشرفت با مقادیر بحرانی آن مشخص شد که کل رگرسیون معنی‌دار است. با مقایسه مقادیر آماره t با مقادیر بحرانی آن برای هر گام از متغیرها مشخص شد که فرض H۰ برای نک تک متغیرا رده شده و بنابراین رابطه معنی‌دار بین متغیرهای موجود با سایر متغیرهای وجود دارند. R² به دست آمد به نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل قادر خواهند بود که ۴۱ درصد سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را توضیح دهند.

۷- آزمون فرضیه اول

طبق فرضیه اول بیان شده بود که بین جریان‌های نقدی عملياتی و حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی رابطه‌ای معنی‌دار وجود دارد. این فرضیه به وسیله داده‌های سری زمانی و با استفاده از روش الگویی تصادفی خطای مورد آزمون قرار گرفت که نتایج حاصل از آن در جدول ۳ نشان داده شده است.
جدول 3- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول
(روش تخمین ECM با داده‌های سری زمانی)

<table>
<thead>
<tr>
<th>متغیر واپیت: سرمایه گذاری دارایی های سرمایه‌ای</th>
<th>تعداد مشاهدات برای هر متغیر: 1332</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>متغیر ها</td>
<td>ضریب</td>
</tr>
<tr>
<td>I_0/1</td>
<td>0.9207</td>
</tr>
<tr>
<td>ΔS_1</td>
<td>0.8571</td>
</tr>
<tr>
<td>CF_1/K_0(1)</td>
<td>0.6001</td>
</tr>
<tr>
<td>ΔS_2</td>
<td>0.5494</td>
</tr>
<tr>
<td>CF_2/K_0(1)</td>
<td>0.3037</td>
</tr>
<tr>
<td>ΔS_3</td>
<td>0.2018</td>
</tr>
<tr>
<td>CF_3/K_0(1)</td>
<td>0.1037</td>
</tr>
</tbody>
</table>

ملاحظه: محاسبات پژوهشگر

همانطور که در جدول (3) مشاهده می‌شود با مقایسه مقدار آماره t شده با مقیاس برای یک مشخص شده کلیک به روش‌های متنی از متغیرها مشخص شده که فرض H_0 برای تک متغیرها جز در رده و نیازی را برای مقدار داری تبیین دار در میان ورود با سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ارائه داده شده است و نیاز به میان ورود بر سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ارائه یک رابطه با سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را توضیح دهد.

8-آزمون فرضیه دوم

طبق فرضیه دوم پیان شده بود که بین بین اندازه گرفته و حسابی سرمایه گذاری نسبت به چرایانه‌ای نتیجه یافته یا معنی‌دار وجود دارد. این فرضیه به روشنی، داده‌های سری زمانی و با استفاده از روش الگوی تصحیح خطای مورد آزمون قرار گرفت که نتایج حاصل از آن در جدول (4) نشان داده شده است.
جدول 4 نتایج تجزیه و تحلیل داده ها جهت آزمون فرضیه دوم

(روش تخمین ECM با داده های سری زمانی)

<table>
<thead>
<tr>
<th>متغیر وابسته: سرامیک گذری دارایی های سرامیک ای</th>
<th>متغیر ها</th>
<th>تعداد مشاهدات برای هر متغیر: 1333</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>آماره ٤</td>
<td>خط استاندارد</td>
<td>ضریب</td>
</tr>
<tr>
<td>٤٦٥٠٠</td>
<td>٦٨٨٠٨</td>
<td>٥٨٤٠٨</td>
</tr>
<tr>
<td>٧٦٩٩٩٢</td>
<td>٦٠٠١٧٩</td>
<td>٦٠١٢١٧١</td>
</tr>
<tr>
<td>٧٣٤٣٢٤</td>
<td>٣٠٢٨٣</td>
<td>١٣٣٣١</td>
</tr>
<tr>
<td>٢١٣١٧٩</td>
<td>١١٤٤٩</td>
<td>٢٠٨١٠</td>
</tr>
<tr>
<td>٤٩٨٠٩٥</td>
<td>٥٥٩٣٦</td>
<td>٤٩٨٠٩٥</td>
</tr>
<tr>
<td>٦٨١٢٧</td>
<td>٤٤٠٣٨</td>
<td>٦٨١٢٧</td>
</tr>
<tr>
<td>٣٩٨</td>
<td>٤١</td>
<td>٣٩٨</td>
</tr>
<tr>
<td>$R^2$</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

ملاحظه: محاسبات پژوهشگر

همانطوری که در جدول ٤ مشاهده می‌شود با مقایسه مقادیر آماره ۱ و ۲، بسیار با مقدار بحرانی آن مشخص شد که کل زگرسیون معنی‌دار است. با مقایسه مقادیر آماره ۱ با مقدار بحرانی آن برای هر کدام از متغیرها مشخص شد که فرض $H_0$ برای نک تک متغیرها به جز $I_{(t-1)}/K_{(t-2)}$ رد شد و بنا بر این رابطه معنی‌دار بین متغیرهای موجود با سرامیک گذری دارایی های سرامیک ای وجود دارد. فرض $H_0$ برای دو متغیر ذکر بذلینه شده است و بنا بر این مشاهده این متغیرها بر سرامیک گذری دارایی های سرامیک ای اثری ندارد. $R^2$ به دست آمده نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل قادر خواهند بود که ۴۱‌٪ ارتباط با سرامیک گذری دارایی های سرامیک ای را توضیح دهند.

نتیجه‌گیری

با توجه به سببی نظری موضوع، هدف این مطالعه بررسی تاثیر محدودیت های مالی دانلی و دارابی بر حساسیت سرامیک گذری نسبت به جریان های نقده عملیاتی بوده است. این روابط به وسیله مدل‌های (۱) و (۲) با استفاده از داده های سری زمانی و اگری تصحیح خطای مورد بررسی قرار گرفت که نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که بین اندازه...
شرکت و حسابرسی سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقده رابطه ای معنی‌دار وجود دارد.

این رابطه همچنین برای شرکت‌هایی که اندماز بزرگتری دارند (شرکت‌های موجود در طبقه
شدنی است که نشان دهند هر محدودیت‌های مالی خارجی افزایش یافته (LARGE
است حسابرسی سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقده نیز در حال افزایش است. این نتایج
نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقده عملياتی و
حسابرسی سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقده رابطه ای معنی‌دار وجود دارد. همچنین
این رابطه برای شرکت‌هایی که جریان‌های نقده کمتری دارند (شرکت‌های موجود در طبقه
از جنس م финی می‌باشد که نشان می‌دهد هر محدودیت‌های مالی داخلی (NEGCF
کاهش یافته است حسابرسی سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقده افزایش یافته است. این

10- محدودیت‌های پژوهش

1- با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های تولیدی ساخته‌شده در بورس
اوراق بهادار تهران، اینکه سال مالی آنها منبعی به پایان افزایش مالی است، نتیجه نیست به سایر
شرکت‌ها پایین با اختیار انجام گیرد.

2- از آنجایی که برای محاسبه متقابل‌های پژوهش از صورت‌های مالی تهیه شده بر مبنای
بهای تأمین شده تاریخی استفاده شده است، در صورت تعیین اطلاعات صورت‌های مالی برای
نورم ممکن است نتایج پژوهش منتفاوته از نتایج فعلی باشد.

3- داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی مربوط به سال‌های 10 سال بوده است که
در این باره زمانی استانداردهای حسابداری مورد استفاده دچار تغییرات زیادی شده است. در
نتیجه ممکن است اعداد استخراج شده همگون نباشند.

11- پیشنهادهای پژوهش

1- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که بین سرمایه‌گذاری و
محدودیت‌های مالی خارجی رابطه ای معنی‌دار وجود دارد. بنابراین به مدل‌ها و
سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود محدودیت‌های مالی خارجی را به طور دقیقه‌تر مورد
تجزیه و تحلیل قرار داده، نسبت به سرمایه‌گذاری بهینه اقدام نمایند.
نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که بین سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های مالی داخلی رابطه‌ای معنی‌دار وجود دارد. بنابراین به مدیران پیشنهاد می‌شود با بررسی دقیق تر محدودیت‌های مالی داخلی نسبت به استفاده بهتر از جریان‌های نقدی عملیاتی اقدام نمایند.
منابع:

بهرام، فریبرز و زهرا استیری (1380)، بروز تغییرات اطلاعاتی مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.

بابکی، روح الله (1386)، بروز سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر تجارت خارجی کشورهای منتهب. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.

جهانخانی، علی و منصور کنعانی امیری (1385)، «راتره مدل تغییر میزان مخارج سرمایه ای در شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از اطلاعات حسابداری»، مباحث علمی پژوهشی دانشور رفتار، دانشگاه شهید صدیقی، شماره 17.

جهانخانی، علی و علی پارساییان (1376)، «سیریت سرمایه‌گذاری و ارزیابی اوراق بهادار». جلد اول، جهان شرکت‌های دانشگاه مدیریت دانشگاه تهران.

خورشیدی، غلامحسین (1374)، «налقات اجرایی در تجزیه و تحلیل طرح‌های سرمایه گذاری»، تحقیقات مالی، سال سوم، شماره 9 و 10، 200-4-42.

محسنی، غلامحسین، بهمن، محمدضا (1386)، بررسی جایگاه شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، دانش و پژوهش حسابداری، شماره 10.


Journal of Finance, VOL.1 NO. 46, P.P. 297-335


