



مجله علمی

مدیریت نوآفرینی

Innovation
management

تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد نوآفرینی

فائزه حیدری^{۱*}، پرویز دیندار فرکوشی^۲

چکیده	اطلاعات مقاله
سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو به عنوان گروهی از سرمایه‌گذاران به واسطه دسترسی به منابع عظیم مالی، نقشی مهم در توسعه اقتصادی بازار سرمایه ایفا می‌کنند. بر همین مبنا، مطالعه در خصوص نقش سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌ها از اهمیتی زیاد برخوردار است. لذا، هدف کلی این پژوهش تعیین تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از نوع توصیفی-پیمایشی مبتنی بر تحلیل داده‌های مقطعی است و از حیث هدف کاربردی است. آزمون و تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره و در محیط نرم‌افزاری Eviews انجام می‌شود. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده بورس طی سالهای ۱۴۰۱-۱۳۹۳ هستند که به روش غربال‌گری به تعداد ۱۲۵ شرکت انتخاب شدند. نتایج تحلیل‌ها با استفاده از مدل پانل دیتا به کمک نرم‌افزار ایویز ۱۰ نشان داد سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مستقیم دارد. همچنین، سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مستقیم دارد.	نوع مقاله: مقاله پژوهشی تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۹/۲۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۶/۰۷
سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاری، ساختار سرمایه، بورس اوراق بهادار، رویکرد نوآفرینی	کلیدواژه‌ها

ناشر: دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهرقدس

ایمیل: faezehne11@gmail.com

* نویسنده مسئول: فائزه حیدری

۱. کارشناسی ارشد، گروه مدیریت مالی، واحد شهرقدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

۲. گروه حسابداری، واحد شهرقدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

مقدمه

سرمایه‌گذاران نهادی از جایگاه ویژه‌ای در بازار سرمایه برخوردارند. این سرمایه‌گذاران با حضور در شرکت‌ها اقداماتی مؤثر در جهت رفع مشکلات نمایندگی میان مدیران و سهامداران انجام می‌دهند و با افزایش نظارت و کنترل بر فعالیت‌های مدیران، باعث افزایش پاسخگویی مدیران نسبت به سهامداران و سایر ذی‌نفعان شده، در نتیجه ارتقای حاکمیت شرکتی را موجب می‌شوند (فرانسیس و همکاران^۱، ۲۰۲۳). وجود یک سیستم حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند شرکت‌ها را در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و تشویق آن‌ها به سرمایه‌گذاری یاری دهد و اجرای این اصول در سطح شرکت باعث بهبود عملکرد مالی شرکت می‌شود که این موضوع به تبع کاهش نوسانات بازده سهام را به عنوان معیاری از ثبات شرایط اقتصادی شرکت نمایان می‌سازد (وردی^۲، ۲۰۲۱). از سوی دیگر، ایجاد ساختار مناسب ارزشی برای سهامداران از اهداف مهم و ضروری شرکت‌هاست و هنگامی محقق می‌شود که شرکت‌ها سلامت مالی داشته باشند (ان‌گویان^۳ و همکاران، ۲۰۲۳). تعیین ساختار سرمایه یکی از راههایی است که می‌توان با به کارگیری آن، به استفاده مناسب از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و همچنین، جلوگیری از به هدر رفتن منابع اقدام کرد. با پیش‌بینی بیش‌ترین ظرفیت ایجاد سرمایه در هر فرصت سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران می‌توانند برنامه تأمین مالی خود را طراحی کنند و با کم‌ترین احتمال ناتوانی در بازپرداخت بدهی‌ها، فعالیت‌های خود را آغاز کنند (لئو^۴ و همکاران، ۲۰۲۲).

سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو در این پژوهش به عنوان متغیر مستقل با نماد (LII) در مدل در نظر گرفته شده‌اند. مطابق با تعریف بوش، سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... هستند که حجم بزرگی از عملیات آن‌ها به معامله سهامشان برمی‌گردد. افزون بر این، مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده ۱ قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، از سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز جزو این گروه از سرمایه‌گذاران نهادی بشمار می‌روند. لذا، با بررسی یادداشت‌های همراه در صورت‌های مالی، میزان سرمایه‌گذاری این سرمایه‌گذاران از سهام شرکت مشخص می‌شود. در این صورت اگر شرکتی سهامدار بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار داشته باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ اختیار می‌کند.

میزان سرمایه‌گذاری: این متغیر با نماد ($Investment_{it}$) در مدل و از طریق درصد تغییر در میزان سرمایه‌گذاری شرکت در سال t نسبت به سال $t-1$ مورد سنجش قرار می‌گیرد.

تعریف ساختار سرمایه

شاخص ساختار سرمایه شرکت i در دوره t با نماد (CS) در مدل است. شاخص ساختار سرمایه نشان‌دهنده آن است که چگونه شرکت منابع مالی مورد نیاز همه عملیات شرکت و رشد خود را با استفاده از راههای گوناگون تأمین می‌کند. ساختار سرمایه ممکن است بسته به هدف پژوهش به شیوه‌های گوناگونی تعریف شود. در این پژوهش، ساختار سرمایه به صورت نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود. بر اساس ادبیات نظری، مدیران شرکت‌ها به دلیل مزایای تأمین مالی از طریق بدهی، تمایل دارند از این راه نیازهای مالی شرکت را تأمین کنند، اما تأمین مالی از راه بدهی، هزینه بهره را در پی دارد و این موضوع باعث خواهد شد که شرکت‌ها بخشی از درآمدهای خود را در سال‌های آینده صرف پرداخت هزینه‌های تأمین مالی کنند. در نتیجه، عملکرد (سودآوری) شرکت کاهش خواهد یافت.

سرمایه‌گذاران نهادی یکی از گروه‌های اصلی فعال در بازار هستند که می‌توانند از راه انجام معاملات عمده، تأثیر شگرفی بر سمت و سوی حرکت بازار داشته باشند. افزون بر این، ساختار منسجم سازمانی و شبکه پیچیده مالکانه آن‌ها، تمایز این گروه را

¹. Francis & et al

². Verdi

³. Nguyen

⁴. Liu

بیش‌تر نمایان می‌کند. آنان به نیابت از گستره وسیعی از مالکان و با اتکا به توان تحلیل بالای خود، تصمیمات آگاهانه‌تر و منطقی‌تری (در مقایسه با سرمایه‌گذاران ناآگاه) اتخاذ کرده، روند بهبود کارایی بازار را تسریع کرده و عملکرد تخصیص منابع توسط بازار را بهبود می‌بخشند. از سوی دیگر، این سرمایه‌گذاران با نظارت بر عملکرد شرکت‌های زیرمجموعه و مشارکت در سیاست‌گذاری‌های کلان شرکت‌ها بهبود بازدهی و ارتقای رفاه عمومی را به ارمغان می‌آورند. در چنین محیطی، تلاش و تکاپوی شرکت‌ها جهت جذب سرمایه و کسب منابع بیش‌تر، منجر به بهبود کارایی و افزایش بازده سرمایه‌گذاری‌ها شده، سرمایه‌گذاران و افراد تلاشگر به بازده مناسب و درخور دست خواهند یافت (موبین^۱ و همکاران، ۲۰۲۱).

از سرمایه‌گذاری در علم مالی به معنای تغییر در انباشت سرمایه‌ها بمنظور تولید کالاها و خدمات یاد می‌شود. منظور از انباشت سرمایه مجموع ماشین‌آلات، ساختمان‌ها، تاسیسات و منابع انسانی موجود و غیره در یک لحظه از زمان می‌باشد. از این رو انواع سرمایه به سرمایه فیزیکی از قبیل ابزار و ماشین‌آلات و ساختمان، سرمایه انسانی مانند نیروی کار و مدیریت منابع، سرمایه مالی شامل سهام، اوراق قرضه و نقدینگی موجود در سطح جامعه و همچنین، سرمایه اجتماعی که در واقع نوعی از روابط اجتماعی که منجر به ایجاد شبکه‌های اجتماعی، هنجارها، اعتماد اجتماعی و تسهیل هماهنگی و همکاری بمنظور دستیابی به منافع اجتماعی می‌گردند تقسیم‌بندی می‌شود (کشاورز و همکاران، ۱۳۹۴). هر نوع دارایی‌های مالی یا ارزش دارایی‌های مالی نظیر وجه نقد موجود در حساب‌های بانکی، همین‌طور کارخانه‌ها، ماشین‌آلات و تجهیزاتی که برای تولید در اختیار شرکت هاست، سرمایه گفته می‌شود. سرمایه می‌تواند معانی گوناگونی داشته باشد. معنی دقیق آن به مفهومی که واژه سرمایه در آن مورد استفاده قرار می‌گیرد، بستگی دارد. عموماً، به منابع مالی مورد استفاده سرمایه گفته می‌شود. شرکت‌ها و جوامعی که سرمایه بیش‌تری دارند از سایر رقبای خود با سرمایه کم‌تر، عملکرد بهتری خواهند داشت. سرمایه با پول فرق دارد. پول صرف خرید کالاها و خدمات مصرفی می‌شود. ولی سرمایه طول عمری بیش‌تر دارد و برای تولید ثروت در سرمایه‌گذاری بکار می‌رود.

ساختار سرمایه به بخش زیادی از سرمایه سازمان و نهادی می‌باشد که مدیریت بر روی آن از اهمیت خاصی برخوردار می‌باشد. با توجه به این که بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت رابطه یو شکل معکوسی موجود است و ممکن است که شرایط مالی نقش مهمی در این رابطه ایفا نمایند. مدیریت ساختار سرمایه به دارایی‌های جاری شرکت گفته می‌شود که شامل موجودی کالا و بدهی‌های جاری سازمان مورد نظر می‌شود. مدیریت ساختار سرمایه ضمانت‌کننده ادامه فعالیت شرکت می‌باشد که کار آن شناسایی دریافت‌ها و پرداخت‌های وجوه نقد است. این نوع مدیریت در حقیقت یک استراتژی در حسابداری مدیریت به شمار می‌رود که تمرکز بر روی آن باعث تأمین موارد مورد نیاز از جمله دارایی‌ها و بدهی‌های جاری می‌شود (اعتمادی و ایمانی برندق، ۱۳۹۶).

محبی (۱۴۰۲) در پژوهشی با موضوع نقش سرمایه‌گذاری در رشد و توسعه شرکت‌های دانش‌بنیان به این نتیجه رسید که شرکت‌های دانش‌بنیان نقش بسیار مهمی در توسعه و پیشرفت جوامع دارند و سرمایه‌گذاری صحیح در آنها می‌تواند تأثیر عمده‌ای در ایجاد شغل، رشد اقتصادی و حل مسائل اجتماعی داشته باشد. لذا، توجه به نیازها و ویژگی‌های هر شرکت دانش‌بنیان، تحلیل دقیق محیط کسب و کار و انتخاب بهینه روش‌های سرمایه‌گذاری، می‌تواند به رشد و موفقیت آنها کمک کند. با توجه به اهمیت شرکت‌های دانش‌بنیان در اقتصاد دانش‌بنیان و توسعه فناوری، لازم است توجه و پشتیبانی مستمر از این شرکت‌ها در سطح ملی و بین‌المللی صورت گیرد. سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها نه تنها منجر به رشد و توسعه آنها می‌شود بلکه باعث ایجاد اشتغال، افزایش تولیدات فناورانه، بهبود کیفیت زندگی و حل مشکلات اجتماعی نیز می‌شود.

بدیعی‌نژاد و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی با موضوع تأثیر افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر کارایی مدیریت و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به این نتیجه رسیدند که افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت سرمایه‌گذاران نهادی در روش مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸) تأثیری منفی و معنادار بر کارایی مدیریت دارد. همچنین، یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی در روش مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸)، تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت‌های

^۱. Mubeen

دارای جریان‌های نقدی آزاد بالا را کاهش می‌دهد و این سرمایه‌گذاران (با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت)، تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین منابع مالی را کاهش می‌دهند که این یافته می‌تواند ناشی از این موضوع باشد که بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاران نهادی دارای افق سرمایه‌گذاری بلندمدت در شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی دارای کنترل مطلق بوده و بمنظور استخراج مزایای خصوصی، مشکلات شرکت را تشدید می‌کنند.

قلعه و دستگیر (۱۴۰۲) در پژوهشی با موضوع تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری حسابداری و ساختار سرمایه به این نتیجه رسیدند که متغیرهای کیفیت گزارشگری حسابداری، اهرم مالی، اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها در سطح معنادار هستند. بنابراین، وجود رابطه منفی و معنادار بین کیفیت گزارشگری حسابداری و هزینه سرمایه و با اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. همچنین، متغیرهای کیفیت گزارشگری حسابداری، اهرم مالی، اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها در سطح معنادار هستند، ولی متغیرسرمایه‌گذاران نهادی معنادار نیست. از این رو فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر معنادار سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری حسابداری و هزینه سرمایه با اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

متین‌فرد (۱۳۹۹) در پژوهشی با موضوع تأثیرات همگروهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با تأکید بر نقش محدودیت مالی و پیشرو بودن در صنعت به این نتیجه رسید که میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تحت تأثیر میزان سرمایه‌گذاری شرکت همگروه است. همچنین، پیشرو بودن در صنعت و محدودیت مالی بر رابطه میان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و هم‌گروه و میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار است.

شارما و همکاران^۱ (۲۰۲۴) در پژوهشی با موضوع تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر ساختار سرمایه شرکت‌های نوپا: شواهدی از IPOهای هند به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای محدودیت مالی که توسط سرمایه‌گذاران پیشرو حمایت می‌شوند نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت ۲۶/۴ درصد بیش‌تر سهام را افزایش می‌دهند. یافته‌های ما شواهدی را ارائه می‌دهد که تخصیص اختیاری سهام به سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو می‌تواند محدودیت‌های سرمایه را کاهش دهد.

میچالا^۲ (۲۰۲۳) در پژوهشی با موضوع تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر ساختار سرمایه شرکت و نحوه تأمین مالی شرکت‌ها به این نتیجه رسیدند که بین مالکیت نهادی فعال و غیر فعال و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه معنی داری وجود ندارد. همچنین، برای اندازه‌گیری متغیر تمرکز مالکیت نهادی به عنوان نماینده ای از دیدگاه بلند مدت سرمایه‌گذاران نهادی از شاخص هریشمن هرفیندال استفاده شد. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین تمرکز مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه‌ای منفی و معنی‌دار وجود دارد.

براون و همکاران (۲۰۱۹) پژوهشی با موضوع نقش سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت انجام دادند. بیان گر وجود رابطه ی مثبت ضعیف بین سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست سرمایه‌گذاری بود؛ هم چنین میان جریان نقد عملیاتی و بازده بازار سهم و P/E با سیاست سرمایه‌گذاری رابطه ای معنی‌دار وجود نداشت. سه متغیر کنترلی سن شرکت، اندازه ی شرکت و نسبت اهرمی رابطه معنادار داشتند که از این میان دو متغیر اندازه و سن شرکت، رابطه ای مثبت و نسبت اهرمی رابطه‌ای منفی با سیاست سرمایه‌گذاری دارد.

لو و سمدانی (۲۰۱۹) در پژوهشی با موضوع تأثیر مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو در سیاست‌گذاری سرمایه‌گذاری شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام به این نتیجه رسیدند که بین متغیر شیوه تقسیم سود و مدیریت سود رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد؛ یعنی با افزایش سود تقسیمی، مدیریت سود افزایش می‌یابد. مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در شیوه تأمین مالی شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام تأثیر دارد. ضریب برآوردی متغیر هم‌افزایی سرمایه‌گذاران نهادی شیوه تأمین مالی بر مدیریت سود برابر با ۱/۶۶۶- است که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مثبت بین شیوه تأمین مالی و مدیریت سود را خنثی می‌کنند.

¹. Sharma

². Michala

دودلی و جیمز (۲۰۱۸) در پژوهشی با موضوع بررسی ارتباط بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری با تاکید بر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو به این نتیجه رسیدند که بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بدین معنا که فعالیت های بشردوستانه منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین، به دلیل نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی، ارتباط بین بشردوستی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری در محیطی با سرمایه‌گذاران نهادی بررسی شد. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر مثبتی بر رابطه بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری دارد. به طوری که در محیط نظارتی بالا، اقدامات بشردوستانه منجر به سرمایه‌گذاری مطلوب می‌شود.

مطالعه و بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌تواند در اتخاذ بسیاری از تصمیمات بازار سرمایه مفید و راهگشا بوده، نتیجه آن برای فعالان بورس اعم از نهادهای مالی، مدیران شرکت‌ها، ناظران سیستم‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاران عادی قابل استفاده باشد. از طرف دیگر، امروزه نقش سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو به عنوان واسطه انتقال وجوه و پس‌اندازها به بازار سرمایه و مدیریت منابع در بازارهای مالی سایر کشورها روز به روز اهمیت بیش‌تری پیدا کرده است، به طوری که افزایش معاملات سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو در بازارهای جهانی سهام از اواخر دهه ۱۹۸۰، منجر به افزایش توجه محققان مالی به بررسی تأثیر این نهادها بر تغییرات قیمت سهام شده است؛ به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو را می‌توان به عنوان گروهی از سهامداران شرکت تلقی کرد که بر تغییرات قیمت و متعاقباً نوسان بازده سهام نقش دارند (لو و سمدانی^۱، ۲۰۱۹). در خصوص تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌ها نظریات متفاوتی وجود دارد. شماری از محققان معتقدند که سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو به صورت توده‌وار رفتار می‌کنند و تمایل دارند از استراتژی بازخورد مثبت معامله استفاده نمایند. از این رو، عملکرد آنها می‌تواند به خود همبستگی و بی‌ثباتی در سرمایه‌گذاری منجر شود؛ به گونه‌ای که با وجود این نوع از سرمایه‌گذاران، نوسان‌پذیری میزان سرمایه‌گذاری قابل مشاهده است (دودلی و جیمز^۲، ۲۰۱۸). این دیدگاه بر مبنای نظریه همگرایی منافع قابل توجیه است؛ بدان معنی که سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو با مدیران به دلیل منافع مشترک همسو شده، باعث بی‌ثباتی سرمایه‌گذاری می‌شوند. در مقابل، گروه دیگر معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو، سرمایه‌گذاران آگاهی هستند که با داده‌های جدید و به موقع قیمت سهام را تنظیم کرده، از نوسان‌پذیری میزان سرمایه‌گذاری می‌کاهند و ساختار سرمایه شرکت را نظام‌مند می‌سازند، لذا، وجود این سرمایه‌گذاران باعث کارآتر شدن بازار سرمایه می‌شود (شارما و همکاران، ۲۰۲۴).

با توجه به آنچه گفته شد این پژوهش قصد پاسخگویی به این سوال را دارد که:

سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد نوآفرینی موثرند؟

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی

سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد نوآفرینی تأثیر دارد.

فرضیه فرعی

۱. سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد نوآفرینی تأثیر دارد.

^۱. Lu and Samdani

^۲. Dudley and James

۲. سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد نوآفرینی تأثیر دارد.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی مبتنی بر تحلیل داده‌های مقطعی است و از حیث هدف کاربردی است. آزمون و تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره و در محیط نرم‌افزاری Eviews انجام می‌شود. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ است. جامعه آماری با اعمال محدودیت‌هایی که آن هم به واسطه انقطاع زمانی مشخص برای انجام آزمون و استخراج داده‌ها است، محدود می‌شود؛ به عبارت دیگر، نمونه آماری شامل جامعه آماری است که با محدودیت‌های زیر، تعدیل می‌شوند:

(۱) سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ختم شود. این محدودیت به آن سبب است که قابلیت مقایسه جهت بررسی و برآورد متغیرها در اختیار باشد.

(۲) در طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ نماد معاملاتی آن‌ها برای بیش از یک سوم روزهای معاملاتی سال بسته نشده باشد. این محدودیت نیز به واسطه اندازه‌گیری متغیرها، به‌ویژه متغیر بازدهی است. بسته بودن نماد معاملاتی یک سهم برای مدت طولانی، خود موجب بی‌میلی سهامداران و در نتیجه کاهش رقابت‌پذیری سهم می‌شود.

(۳) شرکت و صنایع واسطه‌گری مالی و لیزینگ‌ها باشد. علت این امر، آن است که این شرکت‌ها خود به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی فعال در بازار سرمایه محسوب شده و اثر فعالیت آن‌ها در مدل‌ها دیده شده است.

برای تعیین حجم نمونه، از روش غربال‌گری استفاده می‌شود بدین معنا که ابتدا کلیه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مشخص شده و سپس محدودیت‌های یاد شده بر آن‌ها اعمال می‌شود، شرکت‌های باقی‌مانده به‌عنوان نمونه مورد استفاده قرار می‌گیرد. با اعمال شرایط یاد شده تعداد اعضای نمونه این پژوهش شامل ۱۲۵ شرکت است.

مدل‌های رگرسیوی برای آزمون فرضیه نخست و دوم به ترتیب به صورت رابطه زیر می‌باشد:

1. $Investment_{it} = \beta_0 + \beta_1(LII_{it}) + \beta_2(ControlVariables) + Time\ Fixed\ Effects + Industry\ Fixed\ Effects + \varepsilon_{it}$
2. $CS_{it} = \beta_0 + \beta_1(LII_{it}) + \beta_2(ControlVariables) + Time\ Fixed\ Effects + Industry\ Fixed\ Effects + \varepsilon_{it}$

یافته‌های پژوهش

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	سطح معناداری آزمون جارکو برا
سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو	LII	۱۱۲۵	۰/۱۱۹	۰/۰۷۹	۱	۰	۰/۱۴۸	۰/۲۰۲
میزان سرمایه‌گذاری	Investment	۱۱۲۵	۰/۱۹۷	۰/۱۶۸	۰/۶۲۳	۰/۲۸۲	۰/۲۳۶	۰/۳۵۲
ساختار سرمایه	CS	۱۱۲۵	۰/۳۲۵	۰/۲۹۵	۰/۴۴۲	۰/۱۰۲	۰/۲۲۵	۰/۲۲۲
سود خالص	NE	۱۱۲۵	۰/۲۷۲	۰/۱۰۸	۰/۴۱۳	۰/۱۷۹	۰/۳۶۷	۰/۴۱۵
اهرم مالی	Leverage	۱۱۲۵	۰/۳۰۲	۰/۵۳۳	۰/۳۱۵	۰/۰۹۴	۰/۲۶۱	۰/۳۰۶
رتبه نقد شوندگی	Prof	۱۱۲۵	۰/۳۹۱	۰/۳۹۹	۰/۴۵۲	۰/۰۵۲	۰/۲۰۳	۰/۲۰۷
شاخص صنعت	Index	۱۱۲۵	۰/۷۰۴	۰/۶۳۹	۱	۰	۰/۴۱۱	۰/۱۸۵
اندازه شرکت	Size	۱۱۲۵	۱۴/۹۰۰	۱۴/۴۳۹	۲۰/۱۲۶	۱۱/۰۷۹	۰/۳۸۴	۰/۳۲۶

در جدول ۱ برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، بیش‌ترین مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که میانگین متغیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو در شرکت‌های مورد مطالعه ۰/۱۱۹ می‌باشد که با توجه با انحراف معیار (۰/۱۴۸) از نوسان‌پذیری پایینی برخوردار است. میانگین متغیر میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مورد بررسی ۰/۱۹۷ می‌باشد که با توجه با انحراف معیار (۰/۲۳۶) از نوسان‌پذیری پایینی برخوردار است. میانگین متغیر ساختار سرمایه در شرکت‌های مورد بررسی ۰/۳۲۵ می‌باشد که با توجه با انحراف معیار (۰/۲۲۵) از نوسان‌پذیری پایینی برخوردار است. میانگین متغیر اهرم مالی ۰/۳۰۲ می‌باشد که نشان دهنده این است که تقریباً ۳۰/۲٪ منابع مالی شرکت‌ها از راه بدهی تأمین مالی شده است. همچنین، سطحی معنادار آزمون جاکو برا برای هر یک از متغیرها چون بالاتر از ۰/۰۵ است نشان می‌دهد توزیع متغیرها نرمال است.

جدول ۲. ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

ردیف	متغیرها	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)	(۷)	(۸)
(۱)	سرمایه‌گذاران	۱/۰۰۰							
	نهادی پیشرو								
(۲)	احتمال	-----							
	میزان	۰/۸۱۰	۱/۰۰۰						
(۳)	سرمایه‌گذاری								
	احتمال	۰/۰۰۰	-----						
(۴)	ساختار سرمایه	۰/۷۶۹	۰/۷۵۶	۱/۰۰۰					
	احتمال	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-----					
(۵)	سود خالص	۰/۶۶۶	۰/۴۶۵	۰/۳۷۸	۱/۰۰۰				
	احتمال	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-----				
(۶)	اهرم مالی	۰/۲۵۵	۰/۲۰۳	۰/۲۲۹	۰/۳۱۲	۱/۰۰۰			
	احتمال	۰/۰۰۱	۰/۰۱۳	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	-----			
(۷)	رتبه نقد شوندگی	-۰/۳۵۰	-۰/۲۳۵	-۰/۲۳۲	-۰/۵۰۹	۰/۰۹۸	۱/۰۰۰		
	احتمال	۰/۰۸۰	۰/۰۰۵	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۲۴۳	-----		
(۸)	شاخص صنعت	-۰/۷۰۶	-۰/۴۲۱	-۰/۳۷۵	-۰/۷۷۳	-۰/۱۰۹	-۰/۴۱۲	۱/۰۰۰	
	احتمال	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۹۲	۰/۰۰۰	-----	
(۸)	اندازه شرکت	-۰/۳۵۸	-۰/۲۶۹	-۰/۲۴۴	-۰/۱۹۹	۰/۱۴۴	۰/۰۲۷	-۰/۰۹۱	۱/۰۰۰
	احتمال	۰/۰۰۰	۰/۰۰۴	۰/۰۰۸	۰/۰۱۳	۰/۰۸۵	۰/۷۴۷	۰/۲۷۶	-----

بررسی ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

شدت وابستگی دو متغیر به یکدیگر را همبستگی تعریف می‌کنیم. بطور کلی ضرایب همبستگی بین ۱- تا ۱ تغییر می‌کنند و رابطه بین دو متغیر می‌تواند مثبت یا منفی باشد. ضریب همبستگی یک رابطه متقارن می‌باشد، هر چه ضریب همبستگی به یک نزدیکتر باشد میزان وابستگی دو متغیر بیش‌تر است، این وابستگی به معنای رابطه علت و معلولی نیست و ضریب همبستگی حرفی از اینکه کدام علت و کدام معلول است به میان نمی‌آورد. با انجام آزمون همبستگی به بررسی ارتباط ابتدایی بین متغیرها می‌پردازیم و با توجه به نتایج می‌توان گفت بین متغیرها ارتباط وجود دارد و می‌توان به بررسی دقیق‌تر این روابط پرداخت که در جدول ۲ منعکس شده است.

با توجه به جدول ۲ نتایج بدست آمده از جدول ضریب همبستگی پیرسون (بدلیل نرمال بودن توزیع متغیرها) نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪، سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو با میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و ساختار سرمایه شرکت‌ها همبستگی مستقیم و معناداری دارند (بدلیل قرار گرفتن ضریب ۰/۸۱۰ و ۰/۷۶۹ در بازه بین ۰ و ۱+).

جدول ۳. نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیرها	نماد	لوین، لین و چو آماره	احتمال	نتایج
سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو	LII	-۴/۲۶۳۲	۰/۰۰۰۰	مانا
میزان سرمایه‌گذاری	Investment	-۴/۸۱۹۲	۰/۰۰۰۰	مانا
ساختار سرمایه	CS	-۲/۵۳۸۴	۰/۰۰۵۶	مانا
سود خالص	NE	-۴/۲۷۰۹	۰/۰۰۰۰	مانا
اهرم مالی	Leverage	-۶/۸۸۲۹	۰/۰۰۰۰	مانا
رتبه نقد شوندگی	Prof	-۳/۳۴۰۲	۰/۰۰۰۴	مانا
شاخص صنعت	Index	-۳/۱۶۹۵	۰/۰۰۰۸	مانا
اندازه شرکت	Size	-۶/۵۴۲۹	۰/۰۰۰۰	مانا

بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

همان‌گونه که در فصل سه اشاره شد، لازم است که قبل از تخمین مدل، مانایی متغیرهای آن مورد بررسی قرار بگیرد. یک متغیر، وقتی ماناست که میانگین، واریانس و کواریانس آن در طول زمان ثابت باقی بماند. روی هم‌رفته، اگر مبدأ زمانی یک متغیر، تغییر کند و میانگین و واریانس و کواریانس تغییری نکند، در آن صورت متغیرماناست و در غیر این صورت متغیر، نامانا خواهد بود. فرضیه‌های مربوط به مانایی متغیرها به صورت زیر می‌باشد:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{متغیر ناماناست} \\ H_1: \text{متغیر ماناست} \end{array} \right.$$

مانایی متغیرها در سه حالت "در سطح"، "روی تفاضل نخست" و "روی تفاضل دوم" می‌تواند بررسی شود. متغیرهایی که احتمال حاصل از آزمون آنها "در سطح" کم‌تر از ۵٪ می‌باشد فرضیه صفر در مورد آن رد شده و آن متغیر در سطح ماناست در صورتی که بیش‌تر از ۵٪ باشد، ناماناست. نتایج آزمون مانایی در جدول ۳ درج شده است. براساس آزمون «لوین، لین و چو»^۱ چون مقدار احتمال همه متغیرها کم‌تر از ۵٪ بوده است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش در سطح پایا ۲ بوده‌اند پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های گوناگون ثابت بوده است.

همان‌گونه که در جدول ۳ ملاحظه می‌شود همه متغیرها مانا هستند و نیازی به آزمون هم‌جمعی^۳ وجود ندارد. بنابراین، مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت در رگرسیون کاذب معنی‌دار ضرایب به صورت کاذب است.

^۱. Levin, Lin & Chu.

^۲. Stationarity

^۳. Cointegration test

جدول ۴. نتایج حاصل از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

مدل	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
اول	F لیمر	۱/۲۳۰۹	۰/۲۹۰۴	روش تلفیقی
	هاسمن			نیازی به انجام آزمون هاسمن وجود ندارد.
دوم	F لیمر	۱/۵۲۱۹	۰/۱۶۵۲	روش تلفیقی
	هاسمن			نیازی به انجام آزمون هاسمن وجود ندارد.

آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

با توجه به دلایل مطروحه در فصل سوم داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی می‌باشد. اما قبل از تخمین مدل‌ها لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص شود. برای این منظور، از آزمون F لیمر استفاده شده است. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیش‌تر از ۵٪ باشد یا به بیان دیگر، آماره آزمون آنها کم‌تر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کم‌تر از ۵٪ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده می‌شود. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل "اثرات تصادفی" و "اثرات ثابت" می‌تواند انجام گیرد. برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده شده است. مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کم‌تر از ۵٪ است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیش‌تر از ۵٪ است از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده شده است. همان‌گونه که در جدول ۴ منعکس شده، احتمال F لیمر هر دو مدل پژوهش بیش‌تر از ۵٪ می‌باشد لذا، برای تخمین هر دو مدل از روش تلفیقی استفاده می‌شود. هم‌چنین، با توجه به اینکه به منظور تخمین هر دو مدل از روش تلفیقی استفاده می‌شود نیازی به انجام آزمون هاسمن وجود ندارد.

جدول ۵. نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا

مدل	آماره F	احتمال	نتیجه
نخست	۲/۶۸۹۰	۰/۰۰۰۵	ناهمسانی واریانس جزء خطا
دوم	۲/۹۱۰۹	۰/۰۰۰۲	ناهمسانی واریانس جزء خطا

بررسی مفروضات مدل رگرسیون خطی

مجموعه‌ای از فروض، با عنوان فروض کلاسیک وجود دارد که در مورد جمله باقیمانده (یا خطای مدل) مطرح می‌گردند. برای اینکه در مدل رگرسیون خطی، تخمین زن‌های ضرایب رگرسیون، بهترین تخمین زن‌های بدون تورش خطی باشند، لازم است تا مفروضات این مدل بررسی و آزمون شوند. لذا، در ادامه، نحوه آزمون این مفروضات بیان شده و سپس نتایج حاصل از برآوردهای انجام شده تشریح می‌شود.

ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقی‌مانده‌ها)

یکی دیگر از فروض رگرسیون خطی این است که، تمامی جملات باقیمانده دارای واریانس برابر باشند. در عمل ممکن است این فرض چندان صادق نبوده و به دلایل گوناگونی از قبیل: شکل نادرست تابع مدل، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری، و ... شاهد پدیده ناهمسانی واریانس باشیم. برای بررسی این مشکل آزمون‌های گوناگونی توسط اقتصاددانان معرفی شده است. در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون وایت^۱ مورد بررسی قرار گرفت که نتایج آن در

^۱. White

جدول ۵ نشان می‌دهد که در هر دو مدل فرض صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد می‌شود. بنابراین، بمنظور رفع ناهمسانی واریانس از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌کنیم.

جدول ۶. نتایج حاصل از آزمون عدم وجود خود همبستگی جزء خطا

مدل	آماره F	احتمال	نتیجه
نخست	۲۳/۹۸۹۳	۰/۰۰۰۰	وجود خود همبستگی جزء خطا
دوم	۱۳/۸۰۷۲	۰/۰۰۰۰	وجود خود همبستگی جزء خطا

عدم وجود خود همبستگی جمله خطا (باقی مانده ها)

این فرض مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می‌دارد که بین جملات باقیمانده رگرسیون، همبستگی وجود نداشته باشد. برای بررسی استقلال باقیمانده ها از آزمون خود همبستگی سریالی بروش - گادفری استفاده شده است. در این آزمون فرض صفر بیانگر عدم وجود خود همبستگی می‌باشد و فرض مقابل بیانگر وجود خود همبستگی سریالی بین خطاها می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون نشان می‌دهد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال آماره F در هر دو مدل کمتر از ۵٪ می‌باشد فرض صفر مبنی بر عدم وجود خود همبستگی جزء خطا در هر دو مدل رد می‌شود به بیان دیگر، در هر دو مدل بین جزء خطا خود همبستگی وجود دارد. در همین راستا بمنظور رفع خود همبستگی جزء خطا از روش تأخیر زمانی مرتبه نخست (AR(1)) بهره گرفته می‌شود.

جدول ۷. نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی مدل نخست پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو	LII	۰/۰۰۰۴۲۰	۱/۰۸۱۱۰۰
سود خالص	NE	۰/۰۰۱۰۹۰	۱/۰۴۴۵۹۴
اهرم مالی	Leverage	۰/۰۰۲۰۴۵	۱/۱۹۱۳۰۵
رتبه نقد شوندگی	Prof	۰/۰۰۰۱۳۴	۱/۰۷۶۵۱۴
شاخص صنعت	Index	۰/۰۰۰۲۲۰	۱/۱۸۷۱۸۷
اندازه شرکت	Size	۰/۰۰۰۲۲۳	۱/۰۸۱۱۰۰

نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی مدل نخست پژوهش

همان گونه که در جدول ۷ مشاهده می‌شود، مقدار «عامل تورم واریانس» (VIF) برای تمامی متغیرهای مستقل و کنترلی مورد استفاده در مدل نخست پژوهش (مدل مربوط به متغیر وابسته میزان سرمایه‌گذاری)، کمتر از عدد ۱۰ است. این موضوع بیانگر آن است که در مدل مذکور، هم خطی چندگانه شدید میان متغیرهای توضیحی وجود ندارد. به بیان دیگر، متغیرهای وارد شده در مدل دارای هم پوشانی داده‌ای قابل توجهی با یکدیگر نیستند و هر یک داده‌های متمایزی را وارد مدل می‌کنند. از این رو، می‌توان اطمینان داشت که ضرایب برآورد شده در مدل، تحت تاثیر خطای ناشی از هم خطی قرار نگرفته و قابلیت تفسیر دارند.

جدول ۸. نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی مدل دوم پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو	LII	۰/۰۰۰۱۸۷	۱/۰۸۱۱۰۰
سود خالص	NE	۰/۰۰۴۸۶۱	۱/۰۴۴۵۹۴
اهرم مالی	Leverage	۰/۰۰۹۱۱۷	۱/۱۹۱۳۰۵

رتبه نقد شوندگی	Prof	۰/۰۰۰۵۹۶	۱/۰۷۶۵۱۴
شاخص صنعت	Index	۰/۰۰۰۹۸۰	۱/۱۸۷۱۸۷
اندازه شرکت	Size	۰/۰۰۰۷۰۹	۱/۰۷۶۵۱۴

نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی مدل دوم پژوهش

بر اساس مقادیر ارائه شده در جدول (۸)، مقدار VIF مربوط به تمامی متغیرهای مدل دوم (مدل مربوط به متغیر وابسته ساختار سرمایه) نیز کم‌تر از ۱۰ می‌باشد. این موضوع دلالت بر آن دارد که هم خطی چندگانه بین متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل دوم وجود نداشته و ضرایب رگرسیونی از پایداری و دقت مناسبی برخوردارند. بنابراین، می‌توان نتایج به دست آمده از مدل دوم را نیز با اطمینان مورد تحلیل و تفسیر قرار داد، چرا که اثرات برآورد شده برای متغیرها، بازتاب دهنده رابطه واقعی آن‌ها با متغیر وابسته هستند.

عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل می‌باشد. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می‌شود که تعداد متغیرهای معنی‌دار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس ۱ (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کم‌تر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می‌باشد. با توجه به جداول ۷ و ۸ نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل‌های پژوهش در حد مجاز خود قرار داشته و لذا، از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول ۹. نتایج تخمین مدل نخست پژوهش

متغیر وابسته: میزان سرمایه‌گذاری					
روش: رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت	C	۰/۱۳۳۰۴۳	۰/۱۵۴۸۱۵	۰/۸۵۹۳۶۶	۰/۳۹۱۹
سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو	LII	۰/۰۹۵۳۲۷	۰/۰۳۰۲۷۸	۳/۱۴۸۴۲۴	۰/۰۰۱۹
سود خالص	NE	۰/۳۸۷۵۰۹	۰/۰۴۳۰۹۰	۸/۹۹۳۰۶۴	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	Leverage	-۰/۲۸۳۵۰۲	۰/۰۵۳۶۷۲	-۵/۲۸۲۱۴۲	۰/۰۰۰۰
رتبه نقد شوندگی	Prof	۰/۰۴۵۷۸۴	۰/۰۱۹۰۵۵	۲/۴۰۲۶۷۴	۰/۰۱۷۲
شاخص صنعت	Index	۰/۰۳۱۹۱۶	۰/۰۰۸۲۹۳	۳/۸۴۸۴۶۰	۰/۰۰۰۲
اندازه شرکت	Size	۰/۰۶۵۱۱۲	۰/۰۲۱۴۵۰	۳/۰۳۵۴۴۶	۰/۰۰۳۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۱۴			
دوربین-واتسون		۱/۹۳۹			
آماره F		۹۱/۹۱۳			
احتمال (آماره F)		۰/۰۰۰۰			

¹. Variance Inflation Factor (VIF)

جدول ۱۰. نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

متغیر وابسته: ساختار سرمایه					
روش: رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت	C	۰/۵۷۶۷۲۹	۰/۱۸۷۲۹۵	۳/۰۷۹۲۵۹	۰/۰۰۲۶
سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو	LII	۰/۰۷۱۴۳۵	۰/۰۲۳۶۹۹	۳/۰۱۴۳۱۹	۰/۰۰۲۹
سود خالص	NE	۰/۳۹۴۲۹۷	۰/۰۹۰۵۱۶	۴/۳۵۶۰۹۲	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	Leverage	-۰/۴۷۶۵۰۲	۰/۰۹۲۳۰۲	-۵/۱۶۲۴۲۵	۰/۰۰۰۰
رتبه نقد شوندگی	Prof	۰/۰۴۶۲۴۵	۰/۰۲۰۰۲۷	۲/۳۰۹۱۳۸	۰/۰۲۱۹
شاخص صنعت	Index	۰/۰۷۸۸۳۴	۰/۰۱۳۵۵۶	۵/۸۱۵۴۲۳	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	Size	۰/۰۴۶۶۸۶	۰/۰۲۱۶۸۵	۲/۱۵۲۸۹۹	۰/۰۳۲۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۵۱			
دوربین-واتسون		۲/۱۲۲			
آماره F		۷۸/۷۳۰			
احتمال (آماره F)		۰/۰۰۰۰			

بحث و نتیجه گیری

هدف اصلی این پژوهش تعیین تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد نوآفرینی بود که این پژوهش از نوع توصیفی - همبستگی مبتنی بر تحلیل داده‌های مقطعی است.

آزمون فرضیه اصلی پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد نوآفرینی تاثیر دارد.

این نتیجه با نتایج حاصل از پژوهش‌ها و تحقیقات لو و سمدانی (۲۰۱۹)، شارما و همکاران (۲۰۲۴)، میچالا (۲۰۲۳) و براون و همکاران (۲۰۱۹) همسو بوده است.

با توجه به نتایج حاصله سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران آگاهی هستند که با داده‌های نوین و به موقع قیمت سهام را تنظیم کرده، از نوسان‌پذیری میزان سرمایه‌گذاری می‌کاهند، لذا، وجود این سرمایه‌گذاران باعث کاراتر شدن میزان سرمایه‌گذاری می‌شود. نتایج این پژوهش همسو با نتایج پژوهش شارما و همکاران (۲۰۲۴)، میچالا (۲۰۲۳)، براون و همکاران (۲۰۱۹) و لو و سمدانی (۲۰۱۹) است که این فرضیه را مورد تأیید قرار داده‌اند.

شیوه ساختار سرمایه شرکت در رفتار شرکت در بازار محصول و انگیزه شرکت برای رقابت و نیز رفتار سایر مشارکت‌کنندگان بازار و در نتیجه، در بازده‌های رقابتی تأثیر می‌گذارد. نتایج این پژوهش همسو با نتایج پژوهش شارما و همکاران (۲۰۲۴)، میچالا (۲۰۲۳)، براون و همکاران (۲۰۱۹) و لو و سمدانی (۲۰۱۹) است که این فرضیه را مورد تأیید قرار داده‌اند.

فرضیه فرعی ۱: مقدار احتمال (یا سطح معنی‌داری) F برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل معنی‌دار است. مقدار آماره دوربین-واتسون ۰/۹۳۹ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد، تقریباً ۸۱/۴٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که با توجه به آماره t در سطح اطمینان ۹۵٪، اهرم مالی بر میزان سرمایه‌گذاری تأثیری منفی و معنادار دارند در حالی که اندازه شرکت، سود خالص، رتبه نقدشوندگی و شاخص صنعت بر میزان سرمایه‌گذاری تأثیری مثبت و معنادار دارند.

در حالت کلی نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو، $0/95327$ بوده که نشان دهنده تأثیر مثبت سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو در سطح اطمینان 95% معنی‌دار می‌باشد، با توجه به موارد بالا می‌توان در سطح اطمینان 95% فرضیه ۱ را تأیید کرد این موضوع نشان دهنده این است که سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیری مثبت و معنادار دارد به بیان دیگر، با افزایش سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو، میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز افزایش می‌یابد.

فرضیه فرعی ۲: سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

مقدار احتمال (یا سطح معنی‌داری) F برابر $0/0000$ بوده و چون این مقدار کمتر از $0/05$ است، فرض صفر در سطح اطمینان 95% رد می‌شود، یعنی مدل معنی‌دار است. مقدار آماره دوربین- واتسون $2/122$ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد، تقریباً $85/1\%$ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که با توجه به آماره t در سطح اطمینان 95% ، اهرم مالی بر ساختار سرمایه تأثیری منفی و معنادار دارند در حالی که اندازه شرکت، سود خالص، شاخص صنعت و رتبه نقدشوندگی بر ساختار سرمایه شرکت تأثیری مثبت و معنادار دارند.

در حالت کلی نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر سرمایه‌گذاری پیشرو، $0/071435$ بوده که نشان دهنده تأثیر مثبت سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو در سطح اطمینان 95% معنی‌دار می‌باشد، با توجه به موارد بالا می‌توان در سطح اطمینان 95% فرضیه ۱-۲ را تأیید کرد این موضوع نشان دهنده این است که سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران تأثیر دارد به بیان دیگر، با افزایش سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو، بازده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز افزایش می‌یابد.

پیشنهادهای یافته‌های پژوهش

۱. با توجه به نتایج فرضیه نخست که نشان داد سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد پیشنهاد می‌شود حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه در جهت کمک به افزایش کارایی و شفافیت بازار سرمایه، زمینه‌سازی برای حضور فعالتر سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه را بیش از پیش ضروری می‌سازد.

۲. با توجه به نتایج فرضیه دوم که نشان داد سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد به مدیران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود برای بررسی ساختار سرمایه شرکت به یک شاخص اکتفا نکنند و از رویکردهای متفاوتی استفاده کنند و همچنین، میزان رقابت در بازار محصول صنعت توجه کنند.

منابع

بدیعی نژاد، علی، توانگر حمزه کلائی، افسانه، اسماعیل زاده مقری، علی، و خسروی پور، نگار. (۱۴۰۲). تأثیر افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر کارایی مدیریت و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکتها. فصلنامه راهبرد مدیریت مالی. ۱۱(۱)، ۱۲-۲۶.

قلعه، زهرا، و دستگیر، محسن. (۱۴۰۲). تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری حسابداری و هزینه سرمایه. تحقیقات حسابداری و حسابرسی. ۱۵(۵۷): ۲۸-۵.

متین فرد، مهران. (۱۳۹۹). تأثیرات همگروهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکتها با تأکید بر نقش محدودیت مالی و پیشرو بودن در صنعت. نشریه تحلیل مالی. ۴(۱)، ۸۳-۷۷.

مجبی، علی. (۱۴۰۲). نقش سرمایه‌گذاری در رشد و توسعه شرکت‌های دانش‌بنیان. فصلنامه دانش مدیریت. ۱۲(۱)، ۴۵-۳۰.

Brown, S., Dutordoir, M., Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. (2019). What is the role of institutional investors in corporate capital structure decisions? A survey analysis. *Journal of Corporate Finance*, 58, 270–286.

Dudley, E., & James, C. (2018). Capital structure changes around IPOs. *Critical Finance Review*, 7(1), 55–79.

Francis, B; Hasan, I; & Lingxiang Li. (2014). “Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices, *Academy of Management Journal*, Vol. 35, No. 1.

Liu Q, Qu X, Wang D, Abbas J., & Mubeen, R. (2022). Product Market Competition and Firm Performance: Business Survival Through Innovation and Entrepreneurial rientation Amid COVID-19 Financial Crisis. *Front. Psychol.* 12:790923. doi: 0.3389/fpsyg.2021.790923.

Lu, Y., & Samdani, T. (2019). The economic role of institutional investors in auction IPOs. *Journal of Corporate Finance*, 56(C), 267–281.

Michala, D. (2023). Are private equity backed initial public offerings any different? Timing, information asymmetry and post-IPO survival. *Journal of Corporate Finance*, 59, 31–47.

Mubeen, R., Han, D., Abbas, J., & Raza, S. (2021). Examining the relationship between product market competition and Chinese firms performance: the mediating impact of capital structure and moderating influence of firm size. *Front. Psychol.* 12:709678. doi: 10.3389/fpsyg.2021.709678.

Sharma, A., Singhal, A., & Vishwanatha Saragur Ramanna. (2024). The effect of lead institutional investors on investment and capital structure of young firms: Evidence from Indian IPOs. *International Review of Financial Analysis*. 91(2): 102-106.

Verdi, R. (2021). Information environment and the cost of equity capital. Working Paper, Massachusetts Institute of Technology

The Effect of Advanced Institutional Investment on the Investment and the Capital Structure of Companies in the Capital Market of Iran

Faezeh Heidari^{1*}, Parviz Dindar Farkooshi²

Article Info	Abstract
Article type: Research Article	Leading institutional investors, as a group of investors, play an important role in the economic development of the capital market due to access to huge financial resources. On this basis, the study of the role of leading institutional investors on the amount of investment and capital structure of companies is very important. Therefore, the general purpose of this research is to determine the effect of leading institutional investors on the amount of investment and the capital structure of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. The current research is descriptive-correlation based on cross-sectional data analysis and is practical in terms of purpose. Data testing and analysis is done using multivariate regression model and in Eviews software environment. The statistical population of this research is all the companies admitted to the stock exchange during the years 2016-2024, which were selected by screening method in the number of 125 companies. The results of the analyzes using the panel data model with the help of Eaves 10 software showed that leading institutional investors have a direct effect on the amount of investment of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. Also, the leading institutional investors have a direct effect on the capital structure of the companies admitted to the Tehran Stock Exchange.
Keywords	Institutional investors, investment, capital structure, securities exchange, innovation approach

Publisher: Islamic Azad University Qods Branch

Corresponding Author: Faezeh Heidari

Email: faezehne11@gmail.com

-
1. Financial Management Group, Quds City Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Corresponding Author)
 2. Financial Management Group, Quds City Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran
-

