



عوامل تعیین کننده پایداری مالی در شرکتهای سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر رویا دارابی^۱

دانشیار، عضو هیئت علمی واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۴ شهریور ۱۳۹۴؛ تاریخ پذیرش: ۲۲ اسفند ۱۳۹۴)

شرکتهای سرمایه گذاری در گروه واسطه های مالی قرار دارند و نقش اساسی در اقتصاد کشورها بازی می کنند و این شرکتهای سرمایه های افراد که به صورت پس انداز های آنها هستند را مورد استفاده قرار می دهند و بنابراین پایداری مالی در این شرکتهای بسیار مهم است. هدف تحقیق حاضر، بررسی عوامل تاثیر گذار بر پایداری مالی شرکتهای سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ می باشد. تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش توصیفی - همبستگی است. برای آزمون مدل ها ابتدا از آزمون چاو استفاده و مشخص شد که باید از روش پانل استفاده کرد و در ادامه از آزمون هاسمن برای استفاده از روش پانل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت استفاده شد. در نهایت برازش مدل، ارائه و نتایج حاصل از مفروضات رگرسیون کلاسیک برای مدل های تحقیق بیان گردید. نتایج تحقیق نشان داد که هر سه متغیر سود خالص، جمع کل دارایی ها و جمع حقوق صاحبان سهام تأثیر معنی داری بر پایداری مالی شرکتهای سرمایه گذاری دارند به طوری که افزایش میزان سودآوری و حقوق صاحبان سهام شرکتهای سرمایه گذاری منجر به افزایش پایداری مالی آنها شده و افزایش میزان دارایی ها کاهش پایداری مالی آن ها را در پی دارد.

واژه های کلیدی: پایداری مالی، حقوق صاحبان سهام، جمع کل دارایی ها، سود خالص، شرکتهای سرمایه گذاری.

طبقه بندی موضوعی: M41, D53, C10

¹ royadarabi110@yahoo.com

مقدمه

هم زمان با رشد صنایع و نیاز روزافزون آنها به منابع مالی و نیز با توجه به عدم جوابگویی نظام بانکی در ارائه خدمات مالی، به دلیل ویژگی خاص بازار پولی (تامین مالی کوتاه مدت)، نقش حیاتی بازار سرمایه آشکار شد. بازار سرمایه با هدف تامین منابع بلند مدت برای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی، نقش عمده‌ای را در رشد و توسعه اقتصادی کشورهای پیشرفته ایفا کرد و در این میان بورس اوراق بهادار به عنوان اصلی‌ترین بخش بازار سرمایه مطرح شد، اما با رشد جمعیت و افزایش نیاز جوامع بشری به کالاها و خدمات و در عین حال گسترش روحیه مصرف‌گرایی از یک طرف و محدود بودن ابزارهای سنتی در تامین منابع مالی مورد نیاز جهت توسعه و افزایش ظرفیت‌های تولیدی از طرف دیگر زمینه‌ای را فراهم کرد تا از ساز و کارهای جدیدی برای جذب منبع مالی و هدایت آن به سوی تولید استفاده شود.

یکی از ساز و کارهای جدید که نقش زیادی در تجهیز منابع مالی و هدایت آن به سوی ظرفیت‌های تولیدی دارد واسطه‌های مالی است که کار اصلی آن دریافت وجوه از مردم، تبدیل این وجوه به سرمایه‌گذاری و بازگرداندن بخشی از بازده سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران است. شرکت‌های سرمایه‌گذاری یکی از مهمترین واسطه‌های مالی است که در طول چند دهه اخیر، ابتدا در اکثر کشورهای صنعتی و سپس در کشورهای در حال رشد، از آن به منظور تجهیز منابع مالی در سطح گسترده‌ای استفاده شده است [۲] و [۳].

با وجود اهمیت بحث پایداری مالی، تعریف واحد و پذیرفته شده‌ای در مورد پایداری مالی وجود ندارد. بنا به گفته علاود و صادق (۲۰۰۸)، دو گرایش عمده در زمینه تعریف پایداری مالی وجود دارد [۱۳]:
مؤسسات اصلی موجود در سیستم مالی، زمانی پایدار هستند که اعتماد زیادی به آنها وجود داشته باشد، طوری که این مؤسسات بتوانند بدون مشکل و کمک خارجی، تعهدات و وظایف اصلی خود را انجام دهند و بازارهای مالی زمانی پایدارند که طرفین بازار بتوانند با اعتماد به یکدیگر مبادلات خود را در قیمت‌های واقعی بازار انجام دهند [۵].

بانک مرکزی اروپا^۱ پایداری مالی را به صورت زیر تعریف کرده است:

پایداری مالی بیانگر شرایطی است که سیستم مالی موجود در یک کشور - شامل واسطه‌های مالی، بازارها و زیرساخت‌های مالی - بتواند در برابر شوک‌های وارده مقاومت کند و عدم توازن‌های مالی را به حداقل برساند و باعث جلوگیری از ایجاد اختلال در عملکرد و وظایف سیستم مالی شود. از طرفی پایداری مالی به شرایطی گفته می‌شود که دور نمای سیاست مالی شرکتها امکان بازپرداخت بدهی‌های شرکت را فراهم کند [۸].

هدف تحقیق حاضر بررسی عوامل تعیین‌کننده پایداری مالی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. این تحقیق به اجرای مطالعه موردی در شرکت‌های

^۱. European Central Bank

سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. بنابراین سوال تحقیق را می‌توان این گونه بیان کرد: چه عواملی تعیین کننده پایداری مالی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند؟

ادبیات نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مبانی نظری در چارچوب گفتارهای زیر تدوین یافته است:

سرمایه‌گذاری - شرکت‌های سرمایه‌گذاری یکی از انواع واسطه‌های مالی بوده که در کلیه بورس‌های پیشرفته دنیا برای ایجاد تعادل و نظم در بازار اوراق بهادار، با هدف افزایش کارایی و رونق سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه از آن استفاده می‌شود [۶]. فلسفه اصلی تاسیس این شرکت‌ها جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و سرمایه‌گذاری آن در مجموعه متنوعی از اوراق بهادار (سهام، اوراق قرضه و سایر انواع اوراق بهادار) است [۹].

پایداری مالی - توصیف خود را با ارائه تعریفی از بی‌ثباتی مالی آغاز می‌کنیم. شاید ساده‌ترین رویکرد به این مسئله حرکت از مراحل پایین‌تر باشد. وقتی یک خانواده با فشارهای مالی مواجه می‌شود، یعنی اینکه دسترسی‌اش به نقدینگی به طور ناگهانی کاهش یافته پس باید سعی کند تا هزینه‌های خود را به مقدار زیادی کاهش دهد. برای این خانواده، این واقعه نوعی بحران مالی یا بخشی از بی‌ثباتی مالی است. بحران مالی در یک شرکت و یا بحران مالی در یک حکومت ملی (مثلاً آرژانتین) را می‌توان به نحوی مشابه توضیح داد.

باید توجه داشته باشیم بحران مالی، که حتماً لازم نیست در مسایل مالی باشد، (برای نمونه، کاهش ناگهانی منابع انرژی) می‌تواند فعالیت‌های بسیاری از بهترین شرکت‌ها را دچار اختلال کند و آنها را با نوعی بی‌ثباتی مالی روبرو سازد که مطمئناً در آینده تبعات مالی بسیاری برایشان به همراه خواهد داشت.

اما در اینجا تا کید بر این است که ثبات مالی یک پدیده اقتصاد کلان است، نه اقتصاد خرد. هدف مطلوب در سیاست‌گذاری این نیست که تمامی بحران‌های خرد و کوچک مالی حذف شود. بحران‌های خرد مالی نقشی موثر در نظام سرمایه‌داری ایفا می‌کنند. به دلیل احتمال وقوع چنین بحران‌های کوچکی نوعی انگیزش برای خانواده‌ها ایجاد می‌کند تا مصرف خود را برنامه‌ریزی کنند و بی‌احتیاطی در مصرف به خرج ندهند. این بحران‌ها در سطح بزرگتر در شرکت‌ها همچون دستاویزی هستند که به مجریان اجازه می‌دهند که طرح‌های سرمایه‌گذاری نا موفق را پایان ببخشند [۷].

در بررسی مبانی نظری با تعاریف زیادی از پایداری مالی مواجه هستیم بر اساس نظر پورمقیم پایداری مالی به این اشاره دارد که یک دولت تحت سیاست‌های جاری خود بتواند به یک نسبت بدهی از قبل مشخص شده، در یک افق زمانی نامحدود برسد. بنابراین، توانایی پرداخت بدهی تنها شرط لازم برای پایداری است و پایداری علاوه بر این مفهوم در بردارنده عدم تغییر سیاست‌های مالی نیز هست [۲۵].

در متون اقتصادی، پایداری مالی زمانی تحقق می‌یابد که نسبت بدهی‌های دولتی به تولید ناخالص ملی یک متغیر ایستا و با کل تقاضای اوراق قرضه دولتی سازگار باشد. به بیان دیگر، مفهوم پایداری مالی به الزامات آتی سیاست‌های مالی جاری اشاره دارد و اگر ترکیبی از سیاست‌های مالی و پولی به‌طور نامحدود حفظ شود اما منجر به عدم توان دولت در بازپرداخت بدهی‌هایش در آینده شود، این سیاست‌ها، پایدار نخواهند بود و اغلب دولت‌ها وقتی درمی‌یابند که سیاست‌های مالی آن‌ها ناپایدار است، آن‌ها را تغییر می‌دهند. بنابراین تحلیل پایداری مالی بیشتر بر نتایج تغییرات لازم در سیاست‌ها برای جلوگیری از کوتاهی دولت در پرداخت بدهی تمرکز دارند [۲۵].

به نظر علاود و صادق^۱ تعریف‌های موجود در زمینه‌های پایداری مالی در دو نکته با هم مشترک هستند: مورد اول این است که در اکثر این تعریف‌ها روی عملکرد صحیح بازارها و موسسات مالی تاکید می‌شود و مورد دوم این است که در تعریف پایداری مالی، مقاومت بخش بانکی در برابر شوک‌ها و جلوگیری از ایجاد اختلال، مسئله‌ای مهم و اساسی است. به اعتقاد این نویسندگان پایداری مالی زمانی وجود دارد که موسسات مالی بتوانند حتی در زمان مواجهه با شوک‌های مختلف، وظایف خود را به صورت کارآمد و بدون اختلال و اشفتگی انجام دهند [۱۳].

از طرفی بی‌ثباتی مالی چنین تعریف می‌شود که در آن اشخاص (خانواده‌ها، شرکت‌ها، دولت‌ها، ...) بحران‌های مالی‌ای را تجربه می‌کنند که ناگهانی و غیرمنتظره به سراغشان آمده است و این بحران‌ها در مجموع تاثیر مختلفی بر اقتصاد کلان می‌گذارند. مشخصه متمایز کننده بی‌ثباتی مالی این است که در آن کسانی که نقشی ندارند و کنار ایستاده و تماشا می‌کنند هم آسیب می‌بینند. اگر شمار زیادی از خانواده‌ها نقدینگی و تمکن کافی برای پرداخت هزینه‌ها و حتی قیوض خود را نداشته باشند و اگر میزان مصرف آنها دچار کاهش ناگهانی شود، این نشان می‌دهد که بحران مالی اتفاق افتاده است. به همین ترتیب، اگر شرکت‌های محتاط با مشکلات ناگهانی مالی روبرو شوند و میزان کل هزینه‌های شرکت دچار کاهش ناگهانی شود، علامتی است از اینکه یک بحران مالی در حال وقوع است. به نظر آلن و ووود^۲، ثبات مالی شرایطی است که در آن حالت‌هایی از بی‌ثباتی مالی نمی‌تواند اتفاق بیفتد و از این رو، ترس از بی‌ثباتی مالی یک عامل ملموس در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی نیست [۱۵].

پیشینه پژوهش

موسوی محسنی و طاهری (۱۳۸۸) در مقاله‌ای با عنوان "ارزیابی پایداری مالی دولت در ایران" به بررسی پایداری فرایند مالی در ایران می‌پردازند. در این مطالعه تحقق قید بودجه بین زمانی دولت، شرط اساسی پایداری فرایند مالی معرفی شده است. در این پژوهش با استفاده از آزمون‌های هم‌جمعی، به بررسی شرط پایداری برای دوره ۱۳۴۳-۱۳۸۶ می‌پردازند. یافته‌ها نشان می‌دهد که فرایند

¹. Alawode & sadek

². Allen & wood

مالی در ایران پایدار نیست و در تحقیق دیگری این دو محقق به بررسی مقایسه ای پایداری فرایند مالی در دو دوره پیش و پس از انقلاب پرداختند. نتایج نشان داد که ضرایب بدست آمده از بر آورد مالی در دوره پیش و پس از انقلاب نشان دهنده تشدید ناپایداری مالی در دوره پس از انقلاب است [۱۱].

زارعی (۱۳۸۸) تحقیقی با عنوان "ارزیابی پایداری مالی در اقتصاد ایران" انجام داد که در این مطالعه دو چالش پیش روی کشورهای صادر کننده نفت را بررسی کردند. این مطالعه نشان داد نا اطمینانی و نوسان درآمدهای نفتی و محدودیت منابع نفت و سهم بودن نسل‌های آینده در آن، موجب شده تا کشورهای تولیدکننده نفت تلاش کنند از طریق قواعد مالی خاص، بین هزینه‌ها و درآمدهای خود پیوندی برقرار نمایند تا آسیب‌پذیری در مقابل کاهش درآمدهای نفتی، بحران‌های مالی و مشکلات تعلیق بدهی را کاهش دهند. به عبارت دیگر با اجرای این سیاست‌ها می‌توان به مجموعه اهدافی مانند کاهش وابستگی بین هزینه‌های دولتی و درآمدهای نفتی، تضمین پایداری مالی، حفظ انضباط مالی در مخارج دولت، کنترل نوسانات نرخ ارز و کنترل کسری‌های بودجه دولت دست یافت [۷].

همتی و پرتوی و حبیبی (۱۳۹۱) در تحقیقی به بررسی پایداری اجزای نقدی سود پرداختند. در بررسی‌های اخیر نشان دادند که جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی سود، پایدارتر بوده است. نتایج نشان داد که پایداری بیشتر جزء نقدی سود کاملاً به این دلیل است که یک جزء فرعی آن به توزیع وجه نقد بین تامین‌کنندگان سرمایه مربوط می‌شود، سایر اجزای فرعی از سطوح پایداری یکسان با اقلام تعهدی برخوردارند. نتایج حاصله از پایداری سود و پایداری بیشتر جز نقدی سود نسبت به جز تعهدی سود و از رابطه مثبت بین نگهداشت وجه نقد با اقلام تعهدی آتی حمایت می‌کند [۷].

افشاری و همکاران (۱۳۹۱) در تحقیقی به بررسی پایداری مالی در ایران پرداختند نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که درآمدها و مخارج دولت مستقل از هم هستند و ادامه سیاست‌های مالی کنونی دولت نمی‌تواند پایداری بلندمدت مالی را برای کشور به ارمغان آورد [۱].

سرهنگی و فراهانی (۱۳۹۳) در تحقیقی به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر پایداری سود پرداختند در این راستا به جنبه‌های تمرکز و ترکیب ساختار مالکیت شرکت‌ها توجه شده است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که ساختار مالکیت بر پایداری سود تأثیر معنی‌داری دارد. تاثیر مالکیت نهادی و سهامداران بزرگ‌تر بر پایداری سود، مثبت و معنی‌دار و تاثیر مالکیت انفرادی بر پایداری سود، منفی و معنی‌دار است. ضمن اینکه بین مالکیت نهادی و مالکیت سهامدار بزرگ‌تر و پایداری سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد [۸].

خشنودی و صادقی (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی اثر افزایش نرخ ارز روی ناپایداری مالی بخش بانکی در دوره ۱۳۹۲-۱۳۸۰ با استفاده از نگرش ترازنامه‌ای پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که به دلیل اینکه در دوره مورد نظر، بخش بانکی ارتباطات مالی کمی با بخش خارجی داشته است، تغییرات نرخ ارز اثر چندانی روی افزایش ناپایداری مالی بخش بانکی نداشته است و افزایش نرخ ارز، در ابتدای دوره تا حد کمی باعث افزایش ناپایداری مالی بخش بانکی شده است ولی در سال‌های آخر دوره، ناپایداری مالی بخش بانکی را به مقدار کمی کاهش داده است [۵].

بروس^۱ (۱۹۹۹) مقاله‌ای با عنوان "نظریه پورتفوی و ثبات مالی غیر انتفاعی" نوشت. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که سازمان‌های غیر انتفاعی که بیشتر وابسته به بودجه دولت هستند به عنوان یک منبع درآمد بیشتر قابل پیش بینی هستند [۱۸].

برگر و کلاپر^۲ (۲۰۰۸) مقاله‌ای با عنوان "رقابت بانک و ثبات مالی" نوشتند و در آن پایداری مالی در بانکها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از این تحقیق، ثبات مالی به وسیله شکنندگی رقابت سنتی را نشان می‌دهد. همچنین بانک‌هایی که درجه قدرت بازار بالاتری دارند در معرض ریسک کمتری قرار می‌گیرند و اجزا رقابت- پایداری نشان می‌دهد که قدرت بازار، ریسک پورتفوی استقراض را افزایش می‌دهد و در نهایت ریسک ممکن است به وسیله نسبت سرمایه بیشتر جبران شود [۱۶].

پورمقیم^۳ (۲۰۰۵) در مطالعه خویش با عنوان "پایداری مالی در ایران" در بازه زمانی ۱۳۴۰-۱۳۸۰ پرداخت، تحلیل پایداری در این مطالعه به وسیله تغییر درآمدها و بدهیها صورت گرفته است. وضعیت کلی بدهیها در این مطالعه پایدار است. هدف اصلی مطالعه یادشده آزمون شرط توانایی بازپرداخت بدهی سیاست مالی در ایران، به خصوص با نگاه به درآمدهای نفتی به عنوان بدهی نسل آتی به نسل فعلی است [۲۵].

سی‌هاک^۴ (۲۰۰۸) مقاله‌ای با عنوان "بانک‌های اسلامی و پایداری مالی" نوشتند و در آن پایداری مالی بین بانک‌های اسلامی کوچک و بزرگ و بانک‌های تجاری مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که، بانک‌های کوچک اسلامی از نظر مالی قوی‌تر از بانک‌های کوچک تجاری هستند، بانک‌های تجاری بزرگ از نظر مالی قوی‌تر از بانک‌های بزرگ اسلامی می‌باشند، بانک‌های اسلامی کوچک از نظر مالی قوی‌تر از بانک‌های بزرگ اسلامی هستند و همچنین بازار بانک‌های اسلامی تاثیر قابل توجهی در قدرت مالی بانک‌های دیگر ندارد [۱۹].

کلمنت هانت^۴ (۲۰۱۲) در مقاله‌ای با عنوان "ثبات مالی و ریسک سیستماتیک" بیان می‌کند که مسئول امور مالی و سرمایه‌گذاری می‌تواند در مورد ثبات مالی اطلاعاتی ارائه دهد. این مقاله بیان می‌کند، که سیاست‌گذاران مالی باید به اقداماتی بپردازند که سبب یکپارچه سازی، ترویج ارزش‌های شفافیت، پاسخگویی، مسئولیت و اعتماد شود و به دنبال تدوین و تصحیح سیاست‌هایی که ارائه یک سیستم مالی با ثبات تر و انعطاف پذیرتر برای حمایت از بازارهای مالی جهانی است، باشند. [۲۰].

کیونگ و همکاران^۵ (۲۰۱۴) در مطالعه ای بیان کردند، شرکت‌هایی که سیگنال‌های نامطلوب از بازار سرمایه دریافت می‌کنند سریعاً بازار را ترک می‌کنند و شرکت‌های جوان تمایل به تغییر نشانه‌های خود در طول زمان نسبت به شرکت‌های قدیمی‌تر دارند. نشانه‌های در حال تغییر، به نوبه خود، می‌تواند

1. Bruce

2. Berger & Klapper

3. ihák

4 Clements-hunt

5. Kueng et al.

توضیح دهد که چرا سود شرکت‌های جوان بی‌ثبات‌تر می‌باشد [۲۱].

نصیر^۱ و همکاران (۲۰۱۵) در مقاله‌ای تحت عنوان پایداری مالی و اقتصادی دو روی یک سکه، با در نظر گرفتن رشد اقتصادی و پایداری قیمت‌ها و بر اساس داده‌های سالهای ۱۹۸۵ الی ۲۰۰۸ در انگلستان اقدام به کشف تجربی شش رکن ثبات مالی نمودند. آنان دریافتند که حتی در یک وضعیت غیر بحرانی و در روال عادی اقتصاد، ارتباط بسیار قوی بین ثبات اقتصادی و پایداری مالی وجود دارد. نتایج تحقیق نشان داد یک ارتباط قوی بین بازار سرمایه و ثبات در اقتصاد وجود دارد [۲۴].

لمپ^۲ (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان " ثبات سودهای ناهمگن و سودهای ناپایدار" در سمیناری در دانشگاه تیلیورگ از UTS و دانشگاه اراسموس روتردام، بیان می‌کند که شرکت‌هایی که دارای سود پایدار (با ثبات) هستند هم در توزیع سود و هم در افزایش سود پایدارند و ناپایداری سود این شرکتها در حد صفر می‌باشد. سودهای پایدار نوسان‌های کمی دارند و این نوسان‌ها بیشتر به مثبت بودن میل می‌کند، در صورتی که سودهای ناپایدار نوسانات بالایی دارند و تمایل به منفی شدن دارند. در نتیجه سودها در جایی که پایدار هستند از یک توزیع همگن برخوردارند، تجزیه و تحلیل پروبیت نشان داد که پایداری سودهای شرکت‌های هم صنعت مشابه است و شرکت‌های ناپایدار قادر به پیش بینی احتمال تغییرات و بی‌ثباتی سود نیستند و نتایج تحقیق بیان می‌کند که روند تولید سود در دوره عمر شرکت تغییر از تولید سود ناپایدار به تولید سود پایدار است [۲۳].

بلات و همکاران^۳ (۲۰۱۵) رابطه بین پایداری قیمت و پایداری مالی را مورد بررسی قرار دادند. هدف این مقاله بررسی رابطه تجربی بین قیمت و پایداری مالی در ایالات متحده آمریکا و منطقه یورو بوده است. نتایج تحقیق نشان داد که فرضیه وجود رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار بین پایداری قیمت و پایداری مالی تایید نمی‌گردد. با استفاده از همبستگی و تحلیل‌های رگرسیون، فرضیه‌ای که ثبات قیمت با ثبات مالی ارتباط مثبت دارد و در طول زمان پایدار است، رد می‌شود [۱۷].

هوروت و واسکو^۴ (۲۰۱۶) در تحقیقی شفافیت بانک مرکزی و ثبات مالی را برای ۱۱۰ کشور بین سالهای ۲۰۰۰-۲۰۱۱ بررسی کردند. نتایج تحقیق نشان داد که بی‌ثباتی مالی بالا بر روی شفافیت دارای اثر منفی است. نتایج همچنین اثر غیر خطی از شفافیت بانک مرکزی در ثبات مالی را نشان داد که اگر شفافیت بیش از حد بالا باشد، برای ثبات مالی مفید نمی‌باشد [۲۲].

آفریفا^۵ (۲۰۱۶) در تحقیقی به بررسی ثبات مالی و اثر ارزش سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها در سودآوری شرکت‌های کوچک و متوسط در انگلستان در یک دوره ۱۰ ساله پرداخت. نتایج نشان داد، بین سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها و عملکرد شرکت در طول دوره ثبات مالی برای هم شرکت کوچک و

1. Nasir et al.

2. Lamp

3. Blota

4. Horváth & Vařsko

5. Afrifa

متوسط که دارای محدودیت مالی می باشند، رابطه معناری وجود دارد [۱۴].

فرضیه‌های پژوهش

- با توجه به اهداف تحقیق، ادبیات نظری و پیشینه تحقیق فرضیه‌های زیر تدوین شد.
- فرضیه اول: افزایش سود خالص بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.
- فرضیه دوم: افزایش جمع دارایی‌ها بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.
- فرضیه سوم: افزایش حقوق صاحبان سهام بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر جمع آوری داده‌ها از نوع توصیفی - همبستگی است و در این پژوهش به منظور انجام آزمون فرضیه‌ها از روش تحلیل رگرسیون و داده‌های پانل استفاده شد. جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، که از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ در بورس فعال بوده اند. برای انتخاب نمونه آماری از روش حذفی استفاده و برای این منظور معیارهای زیر در نظر گرفته شد و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده است.

- شرکت قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۳ در بورس فعال باشد.

- شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ تغییر سال مالی نداده باشد.

- شرکت وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه وقفه نداشته باشد.

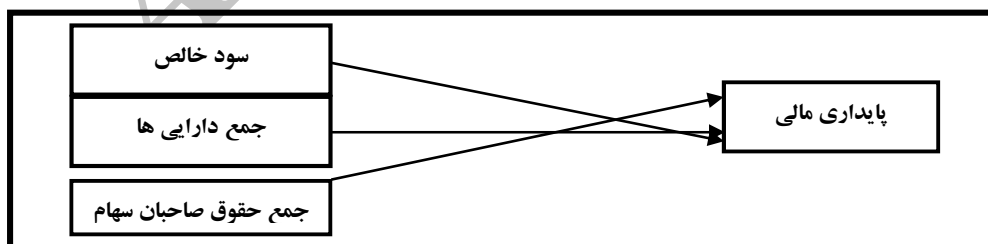
- اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.

بعد از منظور کردن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۳۴ شرکت سرمایه‌گذاری به عنوان جامعه غربالگری شده، باقیمانده است که تمامی آن‌ها به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده اند. بنابراین مشاهدات تحقیق حاضر برابر با ۱۷۰ سال - شرکت است.

۱. متغیرهای تحقیق

مدل مفهومی پژوهش حاضر به شرح شکل ۱ می باشد.

شکل ۱- مدل مفهومی پژوهش



در این مطالعه برای پیاده سازی مدل مفهومی تحقیق و تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه ها از الگوی رگرسیونی (۱) به صورت داده‌های پانل استفاده شد.

مدل ۱

$$Z_{i,t} = r + S_1 NI_{i,t} + S_2 TA_{i,t} + S_3 BV_{i,t} + v_{i,t}$$

در این مدل:

$$Z_{i,t} = \text{پایداری مالی شرکت سرمایه‌گذاری } i \text{ در سال } t$$

$$NI_{i,t} = \text{سود خالص شرکت سرمایه‌گذاری } i \text{ در سال } t$$

$$TA_{i,t} = \text{جمع کل دارایی های شرکت سرمایه‌گذاری } i \text{ در سال } t$$

$$BV_{i,t} = \text{جمع حقوق صاحبان سهام شرکت سرمایه‌گذاری } i \text{ در سال } t$$

متغیرهای این تحقیق را چهار متغیر شامل پایداری مالی، سود خالص، جمع دارایی ها و جمع حقوق صاحبان سهام تشکیل می‌دهند که متغیرهای سود خالص، جمع دارایی ها و جمع کل حقوق صاحبان سهام، متغیرهای مستقل تحقیق و متغیر پایداری مالی، متغیر وابسته تحقیق می باشند. در ادامه نحوه محاسبه هر یک از این متغیرها تشریح می‌گردد.

متغیر وابسته تحقیق

پایداری مالی ($Z_{i,t}$): پایداری مالی از تقسیم جمع دو نسبت سود خالص و حقوق صاحبان سهام بر جمع دارایی های هر سال بر انحراف معیار نسبت سود خالص به جمع دارایی ها بدست می آید.

$$Z_i = \frac{ROA_i + E/TA_i}{\sigma_{ROA_i}}$$

E/TA : به صورت میانگین برای هر شرکت در هر دوره در نظر گرفته می شود.

شاخص Z به عنوان متغیر اندازه‌گیری همه ریسک شرکت ها و حقوق صاحبان سهام به دارایی ها و E/TA میزان سرمایه شرکت ها است. شاخص Z نماینده معکوس برای احتمال شکست شرکت ها و ترکیبی از سودآوری، اهرم و بی ثباتی بازگشت در یک مقیاس است و به شکل زیر محاسبه می شود.

$$\text{پایداری مالی} = \frac{\text{سود خالص} + \text{حقوق صاحبان سهام}}{\text{جمع دارایی ها (هر سال)}} + \frac{\text{سود خالص}}{\text{جمع دارایی ها (هر سال)}}$$

$$\partial \left[\frac{\text{سود خالص}}{\text{جمع دارایی ها (هر سال)}} \right]$$

در حالیکه ROA دوره میانگین از بازگشت داراییها برای شرکت است، E/TA دوره میانگین از نسبت حقوق صاحبان سهام به جمع داراییهای شرکت را نشان می‌دهد و ROA انحراف معیار از بازگشت داراییها در دوره مورد مطالعه است.

شاخص Z با نسبت بیشتری از سود آوری و جمع آوری سرمایه افزایش می‌یابد و با بی ثباتی درآمد منعکس شده به وسیله انحراف معیار کاهش پیدا می‌کند.

متغیرهای مستقل تحقیق

سود خالص ($NI_{i,t}$): سود خالص، مازاد درآمدهای تحقق یافته بر کلیه هزینه‌های واقع شده در یک دوره مالی معین است که به صورت معادله زیر نشان داده می‌شود:

$$\text{هزینه‌ها} - \text{درآمدها} = \text{سود خالص}$$

چنانچه مبلغ درآمدهای تحقق یافته بیشتر از هزینه‌های واقع شده باشد، نتیجه حاصله را سود خالص می‌نامند. منظور از درآمدهای تحقق یافته و هزینه‌های واقع شده و مقایسه بین آنان، کاربرد اصل تطابق هزینه‌ها با درآمدها و همچنین استفاده از روش تعهدی در حسابداری مالی است [۴]. در این مطالعه سود خالص به صورت مستقیم از صورت سود و زیان شرکت‌های سرمایه‌گذاری استخراج شده و با استفاده از جمع کل درآمدها همگن سازی شده است.

جمع کل دارایی‌ها ($TA_{i,t}$): به اموال و حقوق مالی متعلق به هر موسسه که قابل تقویم به پول و دارای منافع آتی است، دارایی می‌گویند. در این تعریف منظور از اموال انواع دارایی مشهود و قابل لمس و رویت مانند: موجودی نقدی، ملزومات، اثاثه، ساختمان و... و منظور از حقوق مالی اقسام دیگر دارایی مانند: مطالبات از اشخاص حقیقی و حقوقی (حساب‌های دریافتی، اسناد دریافتی)، حق اختراع، سرقفلی و نظایر آن می‌باشد. در این تحقیق جمع کل دارایی‌ها به صورت مستقیم از ترازنامه شرکت‌های سرمایه‌گذاری استخراج و با استفاده از ارزش بازار همگن سازی شده است. ارزش بازار شرکت‌ها نیز با استفاده از حاصل ضرب قیمت سهام در پایان دوره و تعداد سهام منتشر شده و در دست سهامداران قابل محاسبه می‌باشد.

جمع کل حقوق صاحبان سهام ($BV_{i,t}$): حقوق صاحبان سرمایه عبارت از باقیمانده‌ای است که از کسر جمع بدهی‌های واحد تجاری از جمع دارایی‌های آن حاصل می‌شود. هرچند صاحبان واحد تجاری به امید کسب منافع اقتصادی از قبیل دریافت سود در واحد تجاری سرمایه‌گذاری می‌کنند ولی برخلاف بستانکاران واحد تجاری، توان اصرار بر انتقال این منافع را ندارند. از آنجا که حقوق صاحبان سرمایه ماهیتاً یک "رقم باقیمانده" است، بنابراین فقط صاحبان واحد تجاری از افزایش در خالص داراییهای آن بهره‌مند می‌شوند. حتی اگر سودی بین صاحبان سهام تقسیم نشود، ثروت آنها افزایش می‌یابد چرا که وجوه تقسیم نشده برای تقویت بنیه مالی واحد تجاری نگهداری شده است.

صاحبان واحد تجاری ممکن است از حقوق مالکانه متفاوتی در واحد تجاری برخوردار باشند. به طور مثال هر یک از صاحبان واحد تجاری یا گروه‌هایی از آنان ممکن است به درجات متفاوتی نسبت به سود واحد تجاری (یا تتمه دارایی‌های آن به هنگام تصفیه) ذیحق باشند و از لحاظ اولویت در دریافت

سود با یکدیگر تفاوت داشته باشند. به‌طور مثال حق مالکانه ناشی از آورده سهامداران از حق مالکانه ناشی از سایر تغییرات در خالص داراییها تمیز داده می‌شود. این نوع طبقه‌بندی دارای تقسیمات فرعی تری نیز هست تا به موجب آن ماهیت متفاوت انواع حقوق مالکانه به درستی نمایش یابد و سودها و زیانهای تحقق یافته از سودها و زیانهای تحقق نیافته تفکیک گردد.

حقوق صاحبان سرمایه معمولاً نشان دهنده انواع اندوخته‌ها نیز می‌باشد. برخی اندوخته‌ها می‌تواند به موجب قانون یا سایر مقررات برای حفاظت بیشتر واحد تجاری و بستنکاران آن از اثرات زیان وضع گردد. اندوخته‌های دیگری ممکن است به منظور استفاده از معافیت‌ها یا تخفیف‌های مالیاتی ایجاد شود. اطلاع از وجود و میزان اندوخته‌ها از جمله مواردی می‌باشد که با نیازهای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان مربوط است.

در این تحقیق جمع کل حقوق صاحبان سهام به صورت مستقیم از ترازنامه شرکت‌های سرمایه‌گذاری استخراج و با استفاده از ارزش بازار همگن سازی شده است. ارزش بازار شرکت‌ها نیز با استفاده از حاصل ضرب قیمت سهام در پایان دوره و تعداد سهام منتشر شده و در دست سهامداران قابل محاسبه می‌باشد.

۲. روش گردآوری اطلاعات

داده‌های مورد نیاز پژوهش جهت آزمون فرضیه‌ها از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران) و نیز نرم افزار شرکت تدبیر پرداز (حاوی اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اعم از صورتهای مالی، قیمت، شاخص‌های گوناگون و ...) گردآوری شده است. ابزارهای مورد استفاده جهت گردآوری اطلاعات نیز شامل مشاهده، آزمونهای آماری، بانک‌های اطلاعاتی، نرم افزار ای وی یوز و نرم افزار اکسل می‌باشد. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و تئوریک تحقیق نیز به صورت کتابخانه‌ای و با استفاده از کتب، مقالات فارسی و لاتین گردآوری شده است.

نتایج یافته‌های پژوهش

۱. روش تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها

در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. روش آماری مورد استفاده در این تحقیق روش داده‌های پانل می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌ها ابتدا با استفاده از آزمون F مقید، درستی ادغام داده‌ها مورد آزمون قرار گرفته و سپس بر اساس نتایج آزمون هاسمن نوع روش آزمون (اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) تعیین گردیده و با توجه به نوع روش نسبت به برآورد مدل اقدام می‌شود. جهت بررسی معنی دار بودن کل مدل از آماره F و برای بررسی معنی دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر مدل از آماره t استفاده شده و در سطح اطمینان ۹۵٪ نسبت به پذیرش یا رد فرضیه‌ها تصمیم‌گیری می‌شود. همچنین به منظور بررسی نرمال بودن

متغیرها، همسان بودن واریانس خطاها و استقلال خطاها به ترتیب از آزمون جارکیو-براه، آزمون بروش-پاگان و آماره دوربین-واتسون استفاده می‌شود.

۲. نتایج آزمون مفروضات آماری مدل

برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک، آزمون‌هایی در ارتباط با نرمال بودن باقیمانده‌ها، همسانی واریانس‌ها، استقلال باقیمانده‌ها، عدم وجود خطای تصریح مدل و آزمون عدم وجود همخطی میان متغیرهای تحقیق، انجام شده است.

برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد یکی از این آزمون‌ها، آزمون جارکوا برا می‌باشد که در این تحقیق نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو-براه حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند بطوری که احتمال مربوط به این آزمون (۰/۰۶۲۷) بزرگتر از ۰/۰۵ می‌باشد. یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها می‌باشد. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون برش-پاگان استفاده شده است. با توجه به این که مقدار احتمال مربوط به این آزمون بیشتر ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۱۱۲۵) همسانی واریانس باقیمانده‌ها تأیید می‌شود.

همچنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن واریانس‌های بیان نشده در دوره‌های مختلف که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خود همبستگی نامیده می‌شود از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. در این ارتباط، با توجه به اینکه مقدار آماره دوربین-واتسن ما بین عدد ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد (۱/۷۰) لذا استقلال باقیمانده‌های مدل نیز تأیید می‌شود.

نگاره ۱ - نتایج آماره‌های برآورد مدل تحقیق و آزمون‌های مربوط به مفروضات رگرسیون

ضریب تعیین	آماره F		آماره جارکیو-براه		آماره برش-پاگان		آماره دوربین-واتسون
R ²	P-Value	F	P-Value	t ²	P-Value	F	D
۰/۸۸۵	۰/۰۰۰۰	۲۳۴/۷۵	۰/۰۶۲۷	۲/۰۹۱	۰/۱۱۲۵	۲/۰۲۵	۱/۷۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همچنین در بررسی هم خطی متغیرها، با توجه به اینکه شاخص تورم واریانس برای تمامی متغیرها کمتر از ۵ می‌باشد، لذا عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مدل تحقیق مورد تأیید قرار می‌گیرد.

۳. نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

فرضیه اول تحقیق: افزایش سود خالص بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

نگاره ۲- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب	آماره	مقدار آماره	سطح اهمیت	نتیجه آزمون
سود خالص	۰/۰۴۵۵	T	۲/۱۴۸	۰/۰۳۳۶	تأیید

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس نتایج ارائه شده در نگاره شماره ۲، از آنجایی که مقدار احتمال آماره t مربوط به متغیر سود خالص کوچکتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۳۳۶) و ضریب آن نیز منفی نمی باشد (۰/۰۴۵۵) بنابراین فرضیه H_0 رد شده و می توان گفت افزایش سود خالص بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مستقیم دارد. در نتیجه فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. در این ارتباط مثبت بودن ضریب متغیر سود خالص گویای آن است که این متغیر اثر مستقیم بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارد. به طوری که با افزایش یک واحدی سود خالص، پایداری مالی نیز به میزان ۰/۰۴۵۵ واحد افزایش می یابد.

۴. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم تحقیق

فرضیه دوم تحقیق: افزایش جمع دارایی‌ها بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.

نگاره ۳- نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب	آماره	مقدار آماره	سطح اهمیت	نتیجه آزمون
جمع کل دارایی‌ها	-۰/۶۹۴۴	T	-۸/۴۳۸	۰/۰۰۰۰	تأیید

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس نتایج ارائه شده در نگاره شماره ۳، از آنجایی که مقدار احتمال آماره t مربوط به متغیر جمع کل دارایی‌ها کوچکتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۰۰) و ضریب آن نیز منفی می باشد (-۰/۶۹۴۴) بنابراین فرضیه H_0 رد شده و می توان گفت افزایش جمع کل دارایی‌ها بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر معکوسی دارد. در نتیجه فرضیه دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود و می‌توان گفت با افزایش یک واحدی میزان دارایی‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری از پایداری مالی آن‌ها به میزان ۰/۶۹۴۴ واحد کاهش می یابد.

۵. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم تحقیق

فرضیه سوم تحقیق: افزایش حقوق صاحبان سهام بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر دارد

نگاره ۴- نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

متغیر	ضریب	آماره	مقدار آماره	سطح اهمیت	نتیجه آزمون
کل حقوق صاحبان سهام	۰/۹۲۴۱	T	۸/۹۳۰	۰/۰۰۰۰	تأیید

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس نتایج ارائه شده در نگاره شماره ۴، از آنجایی که مقدار احتمال آماره t مربوط به متغیر جمع حقوق صاحبان سهام کوچکتر از $0/05$ بوده ($0/000$) و ضریب آن نیز مثبت می باشد ($0/9241$) بنابراین فرضیه H_0 رد شده و می توان گفت افزایش جمع حقوق صاحبان سهام بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مستقیمی دارد. در نتیجه فرضیه سوم تحقیق نیز در سطح اطمینان 95 درصد تأیید می‌شود و می توان گفت که با افزایش یک واحدی جمع کل حقوق صاحبان سهام، پایداری مالی نیز به میزان $0/9241$ واحد افزایش می یابد

بحث و نتیجه گیری

هدف تحقیق حاضر، بررسی عوامل تاثیر گذار بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال 1389 تا 1394 می باشد. تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش توصیفی - همبستگی است. در این تحقیق سه فرضیه مورد آزمون قرار گرفت. در این مطالعه برای آزمون مدل‌ها ابتدا از آزمون چاو استفاده شد تا مشخص گردد که آیا از روش پانل باید استفاده کرد یا روش ترکیبی که نتایج نشان داد لازم است برای برآورد مدل‌ها از روش داده‌های پانل استفاده نمود. در ادامه آزمون هاسمن جهت تعیین استفاده از روش پانل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت استفاده شد و در نهایت برازش مدل‌ها با توجه به مفروضات رگرسیون کلاسیک صورت گرفت و به تفسیر نتایج آزمون فرضیه‌ها تحقیق پرداخته شد.

بعد از آزمون فرضیه اول می توان بیان کرد، مثبت بودن ضریب متغیر سود خالص گویای آن است که این متغیر اثر مستقیم بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارد
در نتیجه آزمون فرضیه دوم می توان بیان کرد افزایش جمع کل دارایی‌ها بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر معکوسی دارد.
در نتیجه آزمون فرضیه سوم می توان گفت افزایش جمع حقوق صاحبان سهام بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مستقیمی دارد.

و به طور خلاصه شواهد تجربی بدست آمده از آزمون فرضیه‌ها حاکی از این است که هر سه متغیر سود خالص، جمع کل دارایی‌ها و جمع حقوق صاحبان سهام تأثیر معنی داری بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارند به طوری که افزایش میزان سودآوری و حقوق صاحبان سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری منجر به افزایش پایداری مالی آن‌ها شده و افزایش میزان دارایی‌ها کاهش پایداری مالی آن‌ها را در پی دارد.

نتایج بدست آمده منطبق بر نتایج پژوهش‌هایی است که توسط برگر و کلاپر در سال 2008 انجام شده است. همچنین در ارتباط با پایداری مالی نتایج بدست آمده با نتایجی که نصیر و همکاران (2015) و پور مقیم (2005) به آن دست یافتند، هماهنگی دارد. کیونگ و همکاران (2014) و لمپ (2015) نیز تحقیقاتی در ارتباط با پایداری مالی انجام دادند که با نتایج بدست آمده با پژوهش حاضر منطبق می باشد.

در ارتباط با پژوهش‌های انجام شده در ایران نتایج به دست آمده منطبق با نتایجی است که موسوی محسنی و طاهری در سال ۱۳۸۸ و افشاری و همکاران در سال ۱۳۹۱ و خوشنودی و صادقی در سال ۱۳۹۴ به آن دست یافتند.

پیشنهادهایی مبتنی بر نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

با توجه به تایید فرضیه اول " مبنی بر افزایش سود خالص بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر دارد" که حاکی از تاثیر عوامل سود آوری بر پایداری مالی می باشد، به سهامداران و سرمایه‌گذارانی که قصد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های فعال در این صنعت را دارند پیشنهاد می شود در تصمیم‌گیری‌های خود این موضوع را مد نظر قرار داده و در راستای دستیابی به بازدهی بیشتری در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که از سودآوری پایداری، برخوردار باشد.

با توجه به تایید فرضیه دوم مبنی بر " افزایش جمع دارایی‌ها بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر دارد" و با توجه به اثر منفی افزایش سطح دارایی‌ها بر پایداری مالی این شرکت‌ها، به مدیران مالی و عوامل اجرایی شرکت‌های سرمایه‌گذاری پیشنهاد می شود در راستای دستیابی به ثبات مالی بیشتر تلاش کنند تا ضمن استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب برای افزایش سودآوری خود، سطح نگهداشت دارایی‌های خود را نیز مدیریت کرده و میزان آن را در سطح مناسب و بهینه نگه دارند تا باعث کاهش انعطاف‌پذیری شرکت‌های سرمایه‌نشوند.

با توجه به تایید فرضیه سوم مبنی بر " افزایش حقوق صاحبان سهام بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر دارد" به سهامداران و سرمایه‌گذاران که قصد سرمایه‌گذاری دارند پیشنهاد می شود که به میزان سرمایه و اندوخته‌ها و به طور کلی به زیر مجموعه حقوق صاحبان سهام شرکت توجه لازم را داشته باشند و این موضوع را هم در خرید سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری مد نظر قرار دهند.

در انتها پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی بیان می شود:

- بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری مالی در بانک‌های پذیرفته شده در بورس تهران.
- بررسی تاثیر عدم انعطاف‌پذیری مالی بر ریسک و بازدهی شرکت‌ها.
- بررسی تاثیر سایر عوامل درون شرکتی مانند میزان فشردگی سرمایه، سطح اهرم مالی و عملیاتی و سطح ریسک سیستماتیک بر پایداری مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری.

فهرست منابع

۱. افشاری، زهرا، شیرین بخش ماسوله، شمس اله، بهشتی، مریم، (۱۳۹۱). " بررسی پایداری مالی در ایران"، **پژوهشنامه اقتصادی**، دوره ۱۲ شماره ۴۵ ص ص ۳۸.
۲. ایزدی یزدان آبادی، احمد. (۱۳۸۱). "دانشتنی های بازار سرمایه بازیگران بازار سرمایه"، شماره ۲۱، ص ص ۴۶-۴۷.
۳. بهزاد، مهدی. (۱۳۷۶). "نقش سرمایه گذاری در کارآیی بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه جهت کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه علوم و فنون مازندران.
۴. تیموری، حبیب اله. (۱۳۸۰). "ساختار تئوری حسابداری"، چاپ اول، تهران، انتشارات سازمان حسابرسی، ص ۵۴.
۵. خوشنودی، عبدالله، صادقی، حسین، (۱۳۹۴)، " بررسی اثر افزایش نرخ ارز روی ناپایداری مالی بخش بانکی با استفاده از نگرش ترازنامه ای"، **دو ماهنامه بررسی های بازرگانی**، سال سیزدهم، شماره ۷۰ فروردین و اردیبهشت ۱۳۹۴ (پیاپی ۲۵۴).
۶. ریاضت، فرهاد. (۱۳۷۵). "صندوق های سرمایه گذاری، واسطه های مالی بازار سرمایه"، **مجله حسابداری**، شماره ۱۱۳، ص ص ۶۳-۷۰.
۷. زارعی، ژاله (۱۳۸۹). "ارزیابی پایداری مالی در اقتصاد ایران"، **تازه های اقتصاد**، شماره ۱۳۰، ص ص ۵۶-۵۸.
۸. سرهنگی، حجت، جلالی فراهانی، عباس. (۱۳۹۳). " بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر پایداری سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۴ زمستان ۱۳۹۳.
۹. مهدوی، غلامحسین، بهمنش، محمدرضا. (۱۳۷۹). "بررسی جایگاه شرکتهای سرمایه گذاری در بازار سرمایه"، **پژوهشنامه اقتصادی**، شماره ۸، ص ص ۴۵-۶۰.
۱۰. مهدوی، غلامحسین و بهمنش، محمد رضا. (۱۳۸۴). "طراحی مدل پیش بینی قیمت سهام شرکت های سرمایه گذاری با استفاده از شبکه های عصبی" **پژوهشنامه اقتصادی**، سال ششم شماره ۲۴، ص ص ۵۲-۷۵.
۱۱. موسوی محسنی، رضا، طاهری، حامد. (۱۳۸۸). "ارزیابی پایداری مالی دولت در ایران"، **مجله پژوهش های اقتصادی ایران**، زمستان ۱۳۸۸، شماره ۴۱.
۱۲. همتی، حسن، پرتوی، ناصر، حبیبی، مرتضی. (۱۳۹۱). " بررسی پایداری اجزای نقدی سود" **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۵، پاییز ۱۳۹۱.

13. Alawode, A., Sadek, M. Al (2008). "What is Financial Stability". **Financial stability paper series**, 1, 2-26.
14. Afrifa, G. A. (2016). "Financial Stability, Inventory Investment and Profitability of SMEs", (April 11, 2016). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2726234> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2726234>.
15. Allen, W.A. and Wood, G. (2005). Defining and Achieving Financial Stability
16. Berger, A.N. and Klapper, L.F. and Turk-Ariss, R. (2008). "Bank Competition and Financial Stability, Policy", Research Working Paper 4696.
17. Blota, Ch; Creela, J; Huberta, P; Labondancea, F; Saraceno, F (2015). "Assessing the Link between Price and Financial Stability". **Journal of Financial Stability**, 16, 71-88.
18. Bruce R. K. (1999). "Portfolio Theory and Nonprofit Financial Stability", **SAGE journals** 2013.
19. ihák, M. (2008). "Cooperative Banks and Financial Stability", available at SSRN.
20. Clements-hunt, P. (2012). "Financial Stability and Systemic Risk" Lenses and Clocks" IISD Report.
21. Kueng, L., M. Yang, and B. Hong. (2014). Sources of Firm Life-Cycle Dynamics :Differentiating Size vs. Age Effects. Working Paper (2014), available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2511069>.
22. Horváth, R. Vaško, D. (2016). "Central Bank Transparency and Financial Stability", **Journal of Financial Stability**, 22, 45-56.
23. Lamp, F. H., Hesse, H. (2015). "Heterogeneous Earnings Stability and the Earnings Discontinuity", Seminar Participants at Tilburg University, UTS consortium and Erasmus University Rotterdam.
24. Nasir, M.A., Ahmad, M., Ahmad, F., Wu, J. (2015). "Financial and Economic Stability as 'Two Sides of a Coin': Non-Crisis Regime Evidence from the UK Based on VECM", **Journal of Financial Economic Policy**, 7 (4), 327 – 353.
25. Pourmoghim, S. J. (2005). "Fiscal Sustainability In Iran: Assessing The Period Of 1342 -1380", **Iranian Economic Review**, 10(13), 95-127.



Determining Factors of Financial Stability in Investments Companies Accepted in Securities Market

Roya Darabi (PhD)¹

PhD. Associate Professor of South Tehran Branch, Islamic Azad University,
Iran

(Received: 5 September 2015; Accepted: 12 March 2016)

Financial intermediaries are investment companies in the group and the company's assets are their people that the savings are used and the financial stability of the company is very important. The aim of the present study was to investigate the factors affecting the financial sustainability of investment firms accepted in Tehran Stock Exchange is 1389 to 1394. The research method of the present study and application of descriptive – correlation, in this research; linear regression model is used in order to test the hypothesis statistical a method which is used in this research is panel data method. The model presented and the results of the assumptions of the classical regression model, the study explained. The results showed that all three variables, net income, total assets and aggregate equity investment firms have a significant impact on financial stability So that increase profitability and equity investment firms led to their financial stability and increasing financial stability in the wake of the asset is reduced.

Keywords: Financial Sustainability, Equity, Total Assets, Net Income, Investment Companies.

JEL Classifications: M41, D53 ,C10.

¹ royadarabi110@yahoo.com