

## بررسی تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهديه رحمانی

کارشناس ارشد حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران.  
mahdiyrahmani@yahoo.com

دکتر حبیب اله نخعی

استادیار گروه حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران.  
Habibollahnakhaei@yahoo.com

شماره ۲۶ / تابستان ۱۳۹۹ (جلد دوم) / صص ۳۳-۴۷  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

### چکیده

پژوهش حاضر به دنبال بررسی تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۶ بوده که پس از اعمال محدودیت های تحقیق و نمونه گیری به روش حذفی سیستماتیک تعداد ۱۶۸ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش نیز از روش های رگرسیونی استفاده گردیده است. نتایج حاصل از فرضیه نخست پژوهش نشان می دهد که اهرم مالی تاثیر منفی و معناداری بر سرمایه گذاری های شرکت ها دارد. همچنین یافته های فرضیه دوم پژوهش بیانگر آن است که تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های با فرصت رشد بالا نسبت به شرکت های با فرصت رشد پایین، کمتر می باشد.

**واژگان کلیدی:** اهرم مالی، سرمایه گذاری، فرصت رشد، شاخص کیوتوبین.

### مقدمه

یکی از متغیرهای مهم اقتصادی، مقدار سرمایه گذاری است که در یک اقتصاد انجام می شود و تحقق آن در اقتصاد به بهبود تمامی متغیرهای اقتصادی از جمله اشتغال و تولید منجر می شود. تردیدی نیست که افزایش تولید که یکی از نخستین گام های فرآیند توسعه محسوب می شود، مستلزم افزایش سرمایه گذاری است و به همین دلیل نظریه هایی در علم اقتصاد مطرح است که علت توسعه نیافتن برخی کشورها را کمبود سرمایه و سرمایه گذاری پنداشته اند. تأمین مالی و سرمایه گذاری دو روی یک سکه اند. وجوه حاصل از منابع مالی، صرف سرمایه گذاری می شود. تأمین مالی سرمایه گذاری ها در بنگاه های تولیدی از دو محل آورده مالکان و همچنین از محل بدهی ها است. معمولاً بدهی ها به عنوان عاملی برای پیش بینی و از همه مهم تر راهنمایی برای

سرمایه گذاری و تصمیم گیری به شمار می آید. بنابراین به هنگام انجام سرمایه گذاری توسط شرکتها، قضاوت صحیح و سلیم در مورد ترکیبی بهینه از حقوق صاحبان سهام و میزان بدهی در ساختار سرمایه ضرورت دارد؛ به نحوی که بین منافع و هزینه سرمایه به کارگرفته شده توازن برقرار نماید (مجبی پورکانی، ۱۳۹۵). تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری شرکت از طریق افزایش بدهی علی رغم اینکه به دلیل داشتن مزیت هایی همچون صرفه جویی مالیاتی ناشی از هزینه بهره، افزایش سود هر سهم سهامداران و متعاقب آن افزایش سود تقسیمی هر سهم، توان بالقوه در افزایش ارزش شرکت را دارد؛ با این حال چنین تامین مالی (افزایش بدهی) ریسک مالی شرکت و درجه درماندگی مالی شرکت را نیز افزایش می دهد و ممکن است بر عملکرد شرکت تأثیری منفی داشته باشد (هسو و جانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸؛ پارک و لی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). بنابراین واضح است که تامین مالی از طریق بدهی به مثابه شمشیری دولبه به همان اندازه که مفید است می تواند عواقب منفی برای شرکت داشته باشد.

### مبانی نظری تحقیق

رقابت شدید بنگاه های اقتصادی در دنیای امروزی آنها را ملزم به تلاش جهت پیشرفت روزافزون و دائمی می نماید. سرمایه گذاری یکی از مهمترین راه های رسیدن به این هدف می باشد. تصمیمات سرمایه گذاری اغلب تأثیر حیاتی در بقاء، سودآوری و رشد شرکتها دارد (ساوئرلروی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۴). بقاء، سودآوری و رشد، شرکتها در افزایش ثروت سهامداران به عنوان مالکان اصلی شرکتها تأثیر حیاتی دارد. یکی از روش های تامین مالی سرمایه گذاری، استقراض است. مزایای مختلف استقراض نسبت به صدور سهام، همچون مزیت مالیاتی و عدم شریک کردن سهامدار جدید در شرکت، باعث شده است محققان طرفدار نظریه سلسله مراتبی این روش را پس از منابع داخلی به عنوان دومین روش مناسب تامین مالی معرفی کنند (واتسون و ویلسون<sup>۴</sup>، ۲۰۰۲؛ صرخه و احمدی، ۱۳۹۴). استدلال های فراوانی مبنی بر ارتباط اهرم مالی با سرمایه گذاری شرکت در دارایی های ثابت وجود دارد؛ اما با بررسی دقیق ادبیات موجود، می توان دریافت که این مطالعات به نتیجه ای یکسان و جمع بندی شده نرسیده است و با یکدیگر تناقضی آشکار دارد (توکل نیا و همکاران، ۱۳۹۳). ارتباط بین اهرم و سرمایه گذاری شرکتها موضوع مهمی در امور مالی است. ساختار سرمایه و تصمیمات سرمایه گذاری، دو تصمیم مهم برای مدیران مالی هستند. مایرز<sup>۵</sup> (۱۹۷۷) روابط احتمالی بین اهرم و سرمایه گذاری را با در نظر گرفتن منافع احتمالی ناشی از بدهی در راهبرد سرمایه گذاری بهینه، انگیزه می دهد. با این حال، تأثیر اهرم بر سرمایه گذاری شرکتها در ادبیات مالی بی نتیجه باقی مانده است (فیرث و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۸). مودیلیانی و میلر<sup>۷</sup> (۱۹۵۸) معتقدند که در یک بازار کامل، سیاست سرمایه گذاری شرکت به عوامل تعیین کننده ی سودآوری، جریان نقدی و ارزش خالص بستگی دارد. با این حال، بسیاری از مطالعات بعدی استدلال می کنند که متغیرهای مهم مختلف فراتر از مبانی

<sup>1</sup> Hsu & Jang

<sup>2</sup> Park & Lee

<sup>3</sup> Sauner-Leroy

<sup>4</sup> Watson & Wilson

<sup>5</sup> Myers

<sup>6</sup> Firth et al

<sup>7</sup> Modigliani & Miller

است که توسط مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) مشخص شده است. علاوه بر این، از آنجا که بنگاه‌ها برای ایجاد ارزش نیاز به سرمایه‌گذاری دارند، درک بیشتر تصمیم‌گیرندگان و هدایت کنندگان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در فرایند تصمیم‌گیری بسیار مهم است (میخالیو و زاوئر<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). پژوهش حاضر بر ارتباط بین اهرم و سرمایه‌گذاری در یک بازار در حال توسعه تمرکز می‌کند. اهرم مالی در درجه اول به دلیل وجود بازارهای ناقص و اصطکاک‌های دیگر ناشی از هزینه‌های معامله و اطلاعات نامتقارن در دنیای واقعی، تاثیر زیادی بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت دارد. این ارتباط همچنین با این استدلال که مشکلات نمایندگی منجر به ایجاد انگیزه برای سرمایه‌گذاری کم سرمایه و سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود، مرتبط است. علاوه بر این، مشکلات نمایندگی ممکن است به درستی و به طور کامل تغییرات در مبانی اقتصادی را رفع نکنند (ایوزیان و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). برخی مطالعات پیشین چنین استدلال کرده‌اند که اهرم مانع از نابود کردن ارزش پروژه‌های سرمایه‌گذاری توسط مدیران شرکت‌ها می‌شود (واین وو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸). از لحاظ نظری، رابطه بین اهرم و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌تواند به واسطه سرمایه‌گذاری‌های کم و سرمایه‌گذاری بیش از حد در ادبیات توضیح داده شود. مایرز (۱۹۷۷) استدلال می‌کند که شرکت‌هایی با سطح بالایی از اهرم احتمال بیشتری دارند که از فرصت‌های رشد بالقوه خودداری کنند؛ زیرا مشکل بدهی‌ها افزایش می‌یابد. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت (NPV)، موجب ایجاد مزایای بیشتر برای صاحبان اوراق قرضه نسبت به سهامداران در شرکت‌های بسیار اهرمی می‌شود. علاوه بر این، نظریه سرمایه‌گذاری‌های کم نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با بدهی‌های بیشتر، کمتر از فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند که این به عنوان اثر نقدینگی شناخته می‌شود (ایوزیان و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵). کانگ و همکاران (۲۰۰۰) ادعا می‌کنند که سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به طور قابل ملاحظه‌ای تحت تاثیر جایگزینی مالی در مجاورت نقص‌های بازار سرمایه واقع شده است. ارتباط بین اهرم و سرمایه‌گذاری نیز بر روی مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد ایجاد شده است. این موضوع به دلیل تناقضات موجود میان مدیران و سهامداران است. مدیران تمایل دارند که درجه شرکت را حتی از طریق هزینه سهامداران گسترش دهند. به منظور جلوگیری از مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد سهامداران این اختلاف را با محدود کردن جریان نقدی آزاد کنترل می‌کنند به طوری که مدیران باید بدهی‌های بیشتری را بپردازند. ایجاد بدهی بیشتر، سرمایه‌گذاری را سخت می‌کند. در نتیجه، اهرم می‌تواند به عنوان یک مکانیزم مهم برای کنترل مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد مورد استفاده قرار گیرد و این امر منجر به ارتباط منفی بین اهرم و سرمایه‌گذاری، به ویژه برای شرکت‌های بدون فرصت رشد قوی می‌شود (ایوزیان و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). تعدادی از مطالعات قبلی به طور تجربی ارتباط بین اهرم و سرمایه‌گذاری را بررسی کرده‌اند. با این حال، نتایج غیرقطعی است. به عنوان مثال، ایوزیان و همکاران (۲۰۰۵) رابطه‌ای منفی بین اهرم و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کانادایی یافتند. علاوه بر این، این ارتباط منفی در شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد کم برجسته تر است.

<sup>1</sup> Mykhayliv & Zauner

<sup>2</sup> Aivazian et al

<sup>3</sup> Vinh Vo

<sup>4</sup> Kang et al

آموتلو<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) ارتباط بین اهرم شرکت و تصمیمات سرمایه گذاری در یک بازار در حال توسعه را تجزیه و تحلیل کرد. این مطالعه بیان می کند که رابطه بین اهرم و سرمایه گذاری به روش های برآورد حساس است. با استفاده از مدل برآورد اجزای خطای یک طرفه، یک ارتباط منفی بین اهرم و سرمایه گذاری وجود دارد. اگر این مدل با استفاده از مدل اجزای خطای دو طرفه تعمیم یابد، این ارتباط از بین می رود. با توجه به مطالب فوق، تحقیق حاضر بر بررسی تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری های شرکت متمرکز بوده و به دنبال یافتن پاسخی برای پرسش های زیر است:

۱. آیا اهرم مالی بر سرمایه گذاری های شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد؟
۲. آیا تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های با فرصت رشد بالا نسبت به شرکت های با فرصت رشد پایین، کمتر است؟

### پیشینه تحقیق

واین وو (۲۰۱۸) ارتباط بین اهرم مالی و سرمایه گذاری شرکت ها را بررسی کرد. برای تجزیه و تحلیل داده ها از روش اثرات ثابت اقتصادسنجی داده های پانلی استفاده شد. با توجه به مطالعات قبلی، نتایج تحقیق حاضر نشان می دهد که یک رابطه منفی بین اهرم و سرمایه گذاری وجود دارد. این بدان معنی است که بدهی ها به طور جدی سرمایه گذاری شرکت را محدود می کنند. با این حال، بر خلاف مطالعات قبلی، نتایج نشان می دهد که تاثیر منفی اهرم بر سرمایه گذاری در شرکت های با فرصت های رشد بالا نسبت به شرکت های با فرصت رشد پایین، بیشتر است.

کانادحسن<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) به بررسی تاثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت های داروسازی هند از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲ پرداخت. در این تحقیق سه مدل تجربی (رگرسیون ترکیبی، اثرات انباشته و اثرات تصادفی) همزمان مورد استفاده قرار گرفت. نتایج تحقیق وی نشان داد رابطه منفی بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه گذاری وجود دارد، اما بین جریان وجوه نقد شرکت و سرمایه گذاری رابطه مثبتی وجود دارد.

گماریز و بلاستا<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی را بر کارایی سرمایه گذاری بررسی کردند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کاهش سررسید بدهی، کارایی سرمایه گذاری را افزایش می دهد. همچنین در مورد شرکت هایی که بدهی کوتاه مدت کمتری دارند، اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه گذاری کمتر است.

موتسامی<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) تحقیقی با عنوان تاثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های داروسازی هند از سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۹ انجام دادند. در این تحقیق شرکت ها به سه دسته شرکت های بزرگ، متوسط و کوچک

<sup>1</sup> Umutlu

<sup>2</sup> Kannadhasan, M

<sup>3</sup> Gomariz, M. F. C. & Ballesta, J. P. S

<sup>4</sup> Muthsamy, F. J

تقسیم شدند. همچنین ۳ مدل تجربی (رگرسیون ترکیبی، اثرات ثابت و اثرات تصادفی) همزمان مورد استفاده قرار گرفت. نتایج نشان داد که بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری رابطه معنادار مثبتی وجود دارد. همچنین دریافتند که جریان نقد و سود انباشته، نقش معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند.

آمولو (۲۰۱۰) ارتباط بین اهرم شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری در یک بازار در حال توسعه را تجزیه و تحلیل کرد. این مطالعه بیان می‌کند که رابطه بین اهرم و سرمایه‌گذاری به روش‌های برآورد حساس است. با استفاده از مدل برآورد اجزای خطای یک طرفه، یک ارتباط منفی بین اهرم و سرمایه‌گذاری وجود دارد. اگر این مدل با استفاده از مدل اجزای خطای دو طرفه تعمیم یابد، این ارتباط از بین می‌رود.

هوایچی باو<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) با انجام تحقیقی در ۱۶۸۶ شرکت چینی طی سالهای ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۹ به این نتیجه دست یافت که بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری رابطه منفی وجود دارد. وی استدلال نمود که شرکت‌های با اهرم بالا حتی اگر فرصت‌های سودآوری پیشرو داشته باشند قادر به استفاده از آن فرصت‌ها نخواهند بود. بنابراین استفاده بیش از حد از بدهی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری سبب ایجاد محدودیت در سرمایه‌گذاری‌های آتی خواهد شد. این رابطه برای شرکت‌های دولتی در چین ضعیف‌تر است زیرا آنها تحت حمایت دولت هستند.

موهام پراسادسینگ<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) در تحقیقی تأثیر اهرم را بر سرمایه‌گذاری ۲۷ شرکت از سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۴ مورد بررسی قرار دادند. آنها شرکت‌ها را به دو دسته شرکت‌های با فرصت رشد بالا، و شرکت‌های با فرصت رشد پایین، تقسیم کردند. نتایج تحقیق گویای این موضوع بود که برای شرکت‌های با فرصت‌های رشد کم، رابطه منفی معناداری بین این دو متغیر وجود دارد. این رابطه برای شرکت‌های با فرصت رشد بالا، منفی اما معنادار نمی‌باشد. آنها عنوان کردند که ساختار سرمایه‌گذاری نقش مهمی در خط مشی سرمایه‌گذاری شرکت بازی می‌کند.

سانگ با<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) به بررسی رابطه بین اهرم مالی و فرصت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های صنعتی چینی پرداخت، در تحقیق وی شرکت‌ها با توجه به نوع صنعت طبقه‌بندی شدند. وی بیان نمود که انتظار می‌رود گرایش آن دسته از شرکت‌های چینی که فرصت‌های رشد بیشتری دارند، به سوی وام‌گیری کمتر باشد. در این تحقیق، همچنین، شرکت‌ها در دو گروه شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های کوچک قرار گرفتند و آزمون‌های جداگانه‌ای برای هر طبقه انجام گرفت، زیرا اعتقاد بر این است که نسبت بدهی به سرمایه با اندازه شرکت رابطه مثبت دارد. همچنین، شرکت‌های بزرگ از بدهی بیشتری استفاده می‌کنند، اما شرکت‌های کوچک برای سرمایه‌گذاری‌ها، بیشتر از وجوه خود شرکت استفاده می‌کنند. نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری پیشرو دارند تمایل کمتری به استفاده از بدهی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری دارند.

جعفری‌دهکردی (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان بررسی نقش واسطه‌ای اهرم مالی در تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که اهرم مالی شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین سایر نتایج نشان داد که اهرم مالی در تأثیر محافظه‌کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت، نقش واسطه‌ای نسبی

<sup>1</sup> Huijie, B

<sup>2</sup> Moham, P

<sup>3</sup> Sung C. B

دارد. به عبارت دیگر حدود ۲۴ درصد تاثیر محافظه کاری در حسابداری بر فرصت های سرمایه گذاری از طریق اهرم مالی (تاثیر غیرمستقیم یا واسطه‌ای) می باشد.

صرخه و احمدی (۱۳۹۴) در پژوهشی تاثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمود. متغیر وابسته این تحقیق تصمیمات سرمایه گذاری است، سرمایه گذاری اختلاف دارایی های ثابت این دوره نسبت به دوره (سال) قبل است. متغیرهای مستقل تحقیق اهرم مالی و فرصت رشد می باشند. اهرم مالی از نسبت ارزش دفتری بدهیها به ارزش دفتری دارایی ها محاسبه گردیده است. فرصت رشد شرکت نیز از نسبت جمع ارزش دفتری بدهی ها و ارزش بازار سهام بر ارزش دفتری داراییها به دست آمده است. برای آزمون فرضیه ها از روش داده های تابلویی با در نظر گرفتن اثرات ثابت استفاده شده است. یافته های تحقیق نشان داد که اهرم مالی تاثیر منفی و معناداری بر تصمیمات سرمایه گذاری دارد. همچنین فرصت رشد شرکت تاثیر مثبت و معناداری بر تصمیمات سرمایه گذاری دارد. با توجه به نقش بارز سرمایه گذاری در افزایش ثروت سهامداران توجه به اهرم مالی و فرصت های رشد شرکت می تواند در تصمیمات افراد تاثیرگذار باشد. لذا نتایج این تحقیق می تواند مورد استفاده سهامداران، مدیران و پژوهشگران مالی قرار گیرد.

نژادساروکلائی و همکاران (۱۳۹۳) تاثیر ویژگی های خاص شرکت بر فرصت های سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که اهرم مالی بر فرصت های سرمایه گذاری تأثیری ندارد، اما با توجه به در نظر گرفتن اندازه شرکت در شرکت های بزرگ اهرم مالی بر فرصت های سرمایه گذاری تاثیر منفی و معنی دار دارد، یعنی با افزایش اهرم مالی فرصت های سرمایه گذاری کاهش می یابد.

احمدپور و پاکدلان (۱۳۹۳) در پژوهشی نقش فرصت های رشد در تعدیل رابطه اهرم مالی و تصمیمات سرمایه گذاری را بررسی کردند. نسبت بدهی بر دارایی و نسبت بدهی های بلند مدت بر دارایی ها. شاخص اول اهرم مالی با سرمایه گذاری رابطه منفی و معنی دار، شاخص دوم اهرم مالی با سرمایه گذاری رابطه مثبت و معنادار دارد. به علاوه، نتایج پژوهش نشان داد رابطه منفی شاخص اول اهرم مالی با سرمایه گذاری در شرکت های با فرصت رشد کمتر قویتر از شرکت های با فرصت رشد بیشتر است.

تاری وردی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی ارتباط میان فرصتهای سرمایه گذاری، تأمین مالی شرکتها و سیاست های تقسیم سود سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری تحقیق شامل ۱۶۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که از سال ۸۷ تا ۹۲ در بورس فعال بوده‌اند. نتایج حاکی از تأثیرپذیری سیاست تقسیم سود سهام (نسبت سود تقسیمی به سرمایه) از میزان کیوتوبین و اهرم مالی می باشد، همبستگی مثبت بین آنها وجود دارد ولی ارتباط معناداری بین سررسید بدهیها و سیاست تقسیم سود سهام وجود ندارد. به طور کلی همبستگی مثبتی میان فرصت‌های سرمایه گذاری، تأمین مالی شرکتها و سیاست های تقسیم سود سهام وجود دارد.

رحیمیان و توکل نیا (۱۳۹۲) پژوهشی با عنوان اهرم مالی و ارتباط آن با درماندگی مالی و فرصت های رشد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (روابط خطی و انحنایی) را انجام دادند. نمونه مورد استفاده در این مطالعه، مشتمل بر ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ است و برای آزمون فرضیه ها از

رگرسیون استفاده شده است. نتایج پژوهش بیانگر عدم تأثیر درماندگی مالی بر اهرم مالی است. همچنین، نتایج نشانگر وجود ارتباط یو شکل وارون (N) بین فرصت های رشد و اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

صمدی و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی با عنوان تحلیل تأثیر فرصت های رشد بر اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط بین فرصت های رشد و بدهی شرکتها را طی سالهای ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. مدل مورد استفاده در این تحقیق، مدل داده های ترکیبی با اثرات ثابت است. یافته ها حاکی از وجود یک ارتباط غیرخطی (درجه سوم) می باشد که در سطوح بالا و پایین از فرصت های رشد این ارتباط منفی و در سطوح متوسط مثبت می باشد؛ شدت ارتباط منفی در سطوح پایین بسیار بیشتر از سطوح بالای فرصت های رشد می باشد.

افشاری و همکاران (۱۳۹۱) در تحقیقی به بررسی تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ پرداخته اند که نتایج تحقیق نشان می دهد هیچ رابطه خطی بین اهرم مالی و سرمایه گذاری شرکتها در هیچ حالتی وجود ندارد.

کریمی و همکاران (۱۳۸۹) در مطالعه ای تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ بررسی نمودند و نتیجه نشان داد که بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه گذاری رابطه منفی معنادار وجود دارد. همچنین بین فرصت رشد و سرمایه گذاری رابطه معنادار وجود ندارد.

نوروش و یزدانی (۱۳۸۸) در تحقیقی رابطه بین اهرم مالی و سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۵ را بررسی نمودند. نتایج نشان داد که رابطه منفی بین اهرم مالی و سرمایه گذاری وجود دارد و این رابطه برای شرکت های با فرصت رشد کمتر قوی تر است.

### فرضیه های تحقیق

فرضیه های پژوهش حاضر به شرح زیر می باشند:

۱. اهرم مالی بر سرمایه گذاری های شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد.
۲. تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های با فرصت رشد بالا نسبت به شرکت های با فرصت رشد پایین، کمتر است.

### جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری در این پژوهش شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ می باشند. در این پژوهش نمونه مورد مطالعه از طریق روش حذفی سیستماتیک انتخاب شده است. به این ترتیب که نمونه آماری متشکل از کلیه شرکت های بورس اوراق بهادار تهران است که حائز معیارهای زیر باشند:

۱. قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده و در فاصله زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ نیز در بورس فعالیت داشته باشند.

۲. در طول سال مالی توقف فعالیت نداشته باشند.  
 ۳. جزء شرکت های اعتباری، بیمه‌ای، سرمایه گذاری، بانکی و لیزینگ نباشند.  
 ۴. اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس باشد.  
 با در نظر گرفتن این محدودیت‌ها و استفاده از روش حذفی سیستماتیک، تعداد ۱۶۸ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند.

جدول (۱): نحوه انتخاب نمونه آماری پژوهش

تعداد شرکت‌ها	شرح
۷۸۱	مجموع شرکت‌هایی که تا پایان سال ۹۶ عضو بورس می‌باشند.
(۱۴۰)	شرکت‌هایی که در طول سال مالی توقف فعالیت داشته‌اند.
(۱۵۳)	شرکت‌هایی که جزء شرکت‌های اعتباری، بیمه‌ای، سرمایه‌گذاری، بانکی و لیزینگ می‌باشند.
(۳۲۰)	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات آنها در دسترس نمی‌باشد.
۱۶۸	تعداد کل شرکت‌های نمونه آماری پژوهش

### مدل و متغیرهای تحقیق

مشابه ایوزیان و همکاران (۲۰۰۵) مدل رگرسیون پژوهش حاضر به شرح زیر است (واین وو، ۲۰۱۸):

$$INV_{i,t} = a + \beta * Leverage_{i,t-1} + \delta * Q_{i,t-1} + Y * \left( \frac{OCF_{i,t}}{K_{i,t-1}} \right) + \varphi * \left( \frac{Sale_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} \right) + \mu_i + \lambda_t + e_{i,t} \quad (1)$$

در مدل فوق،  $i$  بیانگر شرکت و  $t$  نشان دهنده زمان هستند.

$INV$  متغیر وابسته و نشان دهنده سیاست سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در زمان  $t$  است که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$INV_{it} = \frac{Invesment_{i,t}}{K_{i,t-1}}$$

که در آن،  $Invesment_{i,t}$  خالص سرمایه‌گذاری شرکت بوده و برابر است با ارزش دفتری دارایی‌های ثابت مشهود در سال جاری منهای ارزش دفتری دارایی‌های ثابت سال قبل (دینگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶).

$K_{i,t-1}$  برابر است با خالص دارایی‌های ثابت سال قبل

<sup>1</sup> Ding et al



$OCF_{i,t}$  برابر است با جریان وجه نقد عملیاتی

$Q_{i,t-1}$  بیانگر شاخص کیوتوبین سال قبل که برابر است با ارزش روز به ارزش دفتری دارایی های سال قبل.

$Leverage_{i,t-1}$  بیانگر اهرم مالی سال قبل بوده و برابر است با نسبت مجموع بدهی ها به مجموع دارایی های سال قبل.

$Sale_{i,t-1}$  بیانگر فروش سال قبل شرکت می باشد.

مطالعات پیشین (ایوزیان و همکاران، ۲۰۰۵) نشان داده اند که ارتباط بین اهرم و سرمایه گذاری برای شرکت های با رشد بالا در مقایسه با شرکت های با رشد پایین متفاوت است. برای بررسی این موضوع، مدل رگرسیون زیر برآزش خواهد شد:

$$INV_{i,t} = a + \beta * Leverage_{i,t-1} + \theta * D_{i,t-1} * Leverage_{i,t-1} + \delta * Q_{i,t-1} + Y * \left(\frac{OCF_{i,t}}{K_{i,t-1}}\right) + \varphi * \left(\frac{Sale_{i,t-1}}{K_{i,t-1}}\right) + \mu_i + \lambda_t + e_{i,t} \quad (2)$$

در مدل فوق  $D$  یک متغیر ساختگی برای تعیین بالا یا پایین بودن فرصت های رشد شرکت ها می باشد؛ بدین صورت که اگر کیوتوبین بزرگتر از ۱ باشد مقدار ۱ و در غیر این صورت مقدار ۰ را دریافت خواهد کرد. مقدار ۱ نشان دهنده شرکت های با فرصت رشد بالا و مقدار ۰ بیانگر شرکت های با فرصت رشد پایین است.

### آمار توصیفی

توصیف آماری داده ها گاهی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آن ها و پایه ای برای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار برده می شود. در این بخش شاخص های توصیفی آمار داده های مشاهده شده را مطابق جدول زیر بدست آمده است.

جدول (۲): آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	مینیمم	ماکزیمم	چولگی	کشیدگی
$INV$	۰/۰۰۰۰۳	۰/۰۰۰۰۰۴	۰/۰۰۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۷۵	۲۱/۲۲	۵۱۲/۶۷۷
$Leverag$	۰/۵۸۷	۰/۶۰۱	۰/۱۷۷	۰/۰۹۰	۰/۹۹۷	-۰/۲۹۸	-۰/۳۵۹
$Q$	۳۸۹۶۵۸۸/۸۲	۲۵۸۱۷۱۱/۷۵	۱۰۷۰۴۳۹۳/۸۸	۳۷۶۲۸۷/۹۶	۳۰۸۸۳۳۴۱/۲	۲۴/۰۴	۶۶۵/۰۹
$\frac{OCF_t}{K_{t-1}}$	۰/۶۸۰	۰/۴۵۶	۱/۲۹	-۸/۴۴	۱۳/۸۲	۲/۱۳	۲۵/۷۶
$\frac{Sale_{t-1}}{K_{t-1}}$	۶/۲۸	۳/۹۱	۸/۷۳	۰/۱۷۲	۱۶۸/۵۷	۸/۰۹	۱۲۴/۴۳
$D$	۰/۹۹	۱	۰/۰۷۷	۰	۱	-۱۲/۸۷	۱۶۳/۸۲

انحراف یکی از شاخص های پراکندگی است که نشان می دهد به طور میانگین داده ها چه مقدار از مقدار متوسط فاصله دارند. اگر انحراف معیار مجموعه ای از داده ها نزدیک به صفر باشد، نشانه آن است که داده ها نزدیک به میانگین هستند و پراکندگی اندکی دارند؛ در حالی که انحراف معیار بزرگ بیانگر پراکندگی قابل توجه

داده‌ها می‌باشد. انحراف معیار برابر با ریشه دوم واریانس است. خوبی آن نسبت به واریانس، این است که هم بعد با داده‌ها می‌باشد. انحراف معیار برای تعیین ضریب اطمینان در تحلیل‌های آماری نیز به کار می‌رود. در مطالعات علمی، معمولاً داده‌های با اختلاف بیشتر از دو انحراف معیار از مقدار میانگین به عنوان داده‌های پرت در نظر گرفته و از تحلیل، خارج می‌شوند. میانگین به عنوان یکی از پارامترهای مرکزی، نشان دهنده مرکز ثقل جامعه بوده و به عبارتی مبین این امر است که اگر بجای تمامی مشاهدات جامعه، میانگین آن قرار داده شود هیچ تغییری در جمع کل داده‌های جامعه ایجاد نمی‌گردد. چولگی نشان دهنده میزان عدم تقارن توزیع احتمالی است. هر چه مقدار چولگی به عدد صفر نزدیک‌تر باشد، نشان از توزیع متقارن‌تر آن متغیر دارد. چولگی در حقیقت معیاری از وجود یا عدم تقارن تابع توزیع می‌باشد. برای یک توزیع کاملاً متقارن چولگی صفر و برای یک توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر چولگی مثبت و برای توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر کوچکتر مقدار چولگی منفی است. همچنین از شاخص کشیدگی برای توصیف قلگی یا بلندی یک توزیع استفاده می‌شود. مقدار این شاخص در یک توزیع کاملاً نرمال، صفر می‌باشد لذا تفسیر این شاخص نیز همانند چولگی است.

### نتایج تخمین مدل های پژوهش

با جمع بندی پیش فرض های رگرسیون به این نتیجه رسیده که باید از رگرسیون پانلی با اثرات ثابت استفاده شود. نتایج به شرح جداول زیر می باشد:

جدول (۳): نتایج آماری آزمون مدل فرضیه اول تحقیق

نتیجه	P-مقدار	آماره t	انحراف استاندارد خطا	ضرایب متغیر در مدل	VIF	ضرایب
عدم معناداری در مدل	۰/۳۲۲	۰/۹۸۸	$۲/۹۸ \times ۱۰^{-۵}$	$۲/۹۵ \times ۱۰^{-۵}$	-	عرض از مبدا
معناداری در مدل	۰/۰۲۲۹	-۲/۲۷	$۴/۹۲ \times ۱۰^{-۴}$	$-۱/۱۲۲ \times ۱۰^{-۴}$	۱/۰۹	$Leverage_{t-1}$
عدم معناداری در مدل	۰/۱۳۳	۱/۵۰	$۷/۹۱ \times ۱۰^{-۱۳}$	$۱/۱۹ \times ۱۰^{-۱۳}$	۱/۰۲۹	$Q_{t-1}$
عدم معناداری در مدل	۰/۰۸۳	-۱/۷۳۷	$۶/۶۴ \times ۱۰^{-۶}$	$-۱/۱۵۳ \times ۱۰^{-۵}$	۱/۰۶۴	$\frac{OCF_t}{K_{t-1}}$

معناداری در مدل	۰/۰۰۰	۱۱/۴۰	$۱/۰۰۰ \times ۱۰^{-۶}$	$۱/۱۴ \times ۱۰^{-۵}$	۱/۰۹۸	$\frac{Sale_{t-1}}{K_{t-1}}$
آزمون معنی داری مدل: آماره آزمون = ۳۲/۸۵ p-مقدار = ۰/۰۰۰	۰/۲۱۱				ضریب تعیین تعدیل شده	
	۲/۱۶				آماره دوربین واتسون	

جدول (۴): نتایج آماری آزمون مدل فرضیه دوم تحقیق

نتیجه	P-مقدار	آماره t	انحراف استاندارد خطا	ضرایب متغیر در مدل	VIF	ضرایب
عدم معناداری در مدل	۰/۳۳۴۵	۰/۹۸۵	$۲/۹۸ \times ۱۰^{-۵}$	$۲/۹۴ \times ۱۰^{-۵}$	-	عرض از مبدا
معناداری در مدل	۰/۰۰۰	۹/۲۵	$۱/۳۹ \times ۱۰^{-۵}$	$۱/۲۹ \times ۱۰^{-۴}$	۱/۷۹	$Leverage_{t-1}$
معناداری در مدل	۰/۰۰۰	-۱۳/۱۰	$۱/۳۳ \times ۱۰^{-۶}$	$-۱/۷۴ \times ۱۰^{-۵}$	۱/۶۹	$D_{t-1} * Leverage_{t-1}$
عدم معناداری در مدل	۰/۱۳۵	۱/۴۵	$۷/۹۲ \times ۱۰^{-۱۳}$	$۱/۱۸۷ \times ۱۰^{-۱۳}$	۱/۰۲۹	$Q_{t-1}$
عدم معناداری در مدل	۰/۰۸۲۱	-۱/۷۴	$۶/۶۵ \times ۱۰^{-۶}$	$-۱/۱۶ \times ۱۰^{-۵}$	۱/۰۶۶	$\frac{OCF_t}{K_{t-1}}$
معناداری در مدل	۰/۰۰۰	۱۱/۳۹	$۱/۰۰۳ \times ۱۰^{-۶}$	$-۱/۱۴ \times ۱۰^{-۵}$	۱/۰۹۹	$\frac{Sale_{t-1}}{K_{t-1}}$

آزمون معنی داری مدل:	۰/۱۹۶	ضریب تعیین تعدیل شده
آماره آزمون = ۲۶/۲۶ p-مقدار = ۰/۰۰۰	۲/۱۴	آماره دوربین واتسون

### بررسی نتایج فرضیه های تحقیق

#### بررسی نتایج فرضیه اول

اهرم مالی بر سرمایه گذاری های شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد.

با توجه به نتایج، آماره  $t$  (۲/۲۷-) نشان می دهد که متغیر مستقل  $Leverage_{t-1}$  در این مدل در سطح ۹۵٪ اطمینان، از لحاظ آماری معنادار می باشند زیرا اولاً مقادیر قدر مطلق این آماره بیشتر از ۱/۹۶ بوده ثانیاً مقادیر P-مقدار (۰/۰۲۲۹) نیز کمتر از ۵ درصد می باشد. از طرفی ضریب این متغیر در مدل منفی بوده است. بنابراین، اهرم مالی بر سرمایه گذاری های شرکت تاثیر منفی و معناداری داشته و فرضیه نخست پژوهش پذیرفته می شود. به عبارت دیگر هر چه میزان اهرم مالی افزایش (کاهش) یابد، آن شرکت از سرمایه گذاری های کمتر (بیشتر) برخوردار خواهد بود. همچنین لازم به ذکر است که با توجه به ضریب متغیر اهرم مالی در مدل اول پژوهش، تغییرات متغیر وابسته یعنی سرمایه گذاری به میزان  $10^{-4} \times 1/122$  از طریق اهرم مالی اتفاق می افتد.

#### بررسی نتایج فرضیه دوم

تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های با فرصت رشد بالا نسبت به شرکت های با فرصت رشد پایین، کمتر است. با توجه به نتایج، آماره  $t$  (۱۳/۱۰-) نشان می دهد که متغیر مستقل  $D_{t-1} * Leverage_{t-1}$  در این مدل در سطح ۹۵٪ اطمینان، از لحاظ آماری معنادار می باشند زیرا اولاً مقادیر قدر مطلق این آماره بیشتر از ۱/۹۶ بوده ثانیاً مقادیر P-مقدار (۰/۰۰۰) نیز کمتر از ۵ درصد می باشد. از طرفی ضریب این متغیر در مدل منفی بوده است. بنابراین، تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های با فرصت رشد بالا نسبت به شرکت های با فرصت رشد پایین، کمتر بوده و دومین فرضیه پژوهش نیز پذیرفته می شود. به عبارت دیگر هر چه میزان فرصت های رشد شرکت افزایش یابد، تاثیر منفی اهرم مالی بر سرمایه گذاری های آن شرکت کاهش خواهد یافت. همچنین لازم به ذکر است که با توجه به ضریب متغیر  $D_{t-1} * Leverage_{t-1}$  در مدل دوم پژوهش، تغییرات متغیر وابسته یعنی سرمایه گذاری به میزان  $10^{-5} \times 1/74$  از طریق  $D_{t-1} * Leverage_{t-1}$  اتفاق می افتد.

## نتیجه گیری

پرداختن به ارتباط اهرم با تصمیمات سرمایه گذاری، از این جنبه با اهمیت است که بسیاری از تئوری های ساختار سرمایه بیان می کنند که ارتباط بین اهرم و سرمایه گذاری بدین دلیل است که احتمالاً شرکت هایی با اهرم بالا نخواهند توانست از فرصت های رشد آتی خود استفاده کنند. همچنین، شرکت هایی با فرصت رشد آتی کمتر، باید از مصرف کردن وجه نقد در پروژه های ضعیف پرهیز نمایند. معمولاً عواقب اهرم مالی به مراتب سنگین تر از مزایای آن است و با افزایش سرمایه گذاری می توان این عواقب را کاهش داد. برای مثال، افزایش سرمایه گذاری در دارایی های ثابت، ممکن است هزینه های ایجاد یا افزایش در میزان بدهی را کاهش دهد، زیرا دارایی های ثابت افزوده شده در تأمین مالی بدهی به صورت وثیقه به کار می روند. شرکت ها با دارایی های ثابت بیشتر به علت برخورداری از مزیت به کارگیری سرمایه گذاری سنگین در دارایی های ثابت به عنوان وثیقه، سطح بدهی خود را آسان تر افزایش می دهند. به اعتقاد مایرز (۱۹۹۷) هر چه بدهی بیشتر شود، انگیزه های ائتلاف سهامدار-مدیر در کنترل شرکت، برای سرمایه گذاری در فرصت هایی با خالص ارزش فعلی مثبت کاهش می یابد، زیرا مزایای چنین سرمایه گذاری هایی (حداقل تا حدی) به جای سهامداران بر اعتباردهندگان منتقل می شود. در نتیجه، شرکت هایی که اهرم بالایی دارند در مقایسه با شرکت هایی که اهرم پایین تری دارند فرصت های رشد کمتری خواهند داشت. مایرز در تئوری "سرمایه گذاری کمتر از اندازه" نیز بر تأثیرات نقدینگی تمرکز داشته و بیان می دارد: شرکت هایی که تعهدات بدهی بیشتری دارند، بدون توجه به ماهیت فرصت های رشد خود، سرمایه گذاری کمتری انجام می دهند. همچنین اهرم حاوی هشدار حاکمی از اطلاعات مدیران درباره فرصت های سرمایه گذاری است. تئوری های ساختار سرمایه بیان می کنند که مدیران شرکت هایی با فرصت های رشد مناسب باید اهرم کمتری انتخاب نمایند، زیرا اگر آنها میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند، قادر نخواهند بود از مزایای فرصت های سرمایه گذاری شان استفاده کنند و در نتیجه ارتباط منفی میان رشد آتی و اهرم ایجاد می شود، زیرا مدیران شرکت هایی با فرصت رشد بالا، اهرم پایین را انتخاب خواهند کرد.

## مقایسه نتایج پژوهش با یافته های سایر پژوهش ها

واین وو (۲۰۱۸) در پژوهشی نشان داد که یک رابطه منفی بین اهرم و سرمایه گذاری وجود دارد و تأثیر منفی اهرم بر سرمایه گذاری در شرکت های با فرصت های رشد بالا نسبت به شرکت های با فرصت رشد پایین، بیشتر است. همچنین کانادحسن (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت های داروسازی هند پرداخته و نشان داد رابطه منفی بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه گذاری وجود دارد. در پژوهش های داخلی نیز نوروش و یزدانی (۱۳۸۹) نشان دادند که رابطه منفی و معنی داری بین اهرم و سرمایه گذاری برقرار است و ارتباط اهرم و سرمایه گذاری برای شرکت هایی با فرصت رشد کمتر، قویتر از شرکت هایی با فرصت رشد بیشتر است. این نتایج منطبق با یافته های تحقیق حاضر می باشند. اما نتایج پژوهش حاضر بر خلاف یافته های موتسامی (۲۰۱۱) است که نشان داد بین اهرم مالی و سرمایه گذاری رابطه معنادار مثبتی وجود

دارد. همچنین افشاری و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی نشان دادند که هیچ رابطه خطی بین اهرم مالی و سرمایه گذاری شرکت ها در هیچ حالتی وجود ندارد که این نتایج برخلاف یافته های پژوهش حاضر می باشد.

### پیشنهادات مبتنی بر نتایج پژوهش

۱. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه نخست پژوهش، پیشنهاد می شود شرکت ها به منظور افزایش سرمایه گذاری های خود، میزان بدهی های خود (تامین مالی از طریق استقراض یا اهرم مالی) را کاهش دهند.
۲. با توجه به نتایج حاصل از فرضیه دوم پژوهش پیشنهاد می شود که سرمایه گذاران، به منظور بهره مندی بیشتر از فرصت های رشد و کسب منافع بیشتر، شرکت هایی را برای سرمایه گذاری انتخاب کنند که از فرصت های سرمایه گذاری بیشتری (اهرم مالی کمتر) استفاده می نمایند.

### پیشنهاداتی برای پژوهش های آتی

۱. با توجه به تغییر عوامل تأثیرگذار در فرصت های رشد، مانند شرایط اقتصادی، سیاسی و اجتماعی، موضوع این پژوهش می تواند در دوره های زمانی آتی، توسط پژوهشگران مطالعه و با نتایج دوره زمانی پژوهش حاضر مقایسه شود.
۲. بررسی مناسب ترین روش اندازه گیری اهرم مالی و فرصت های رشد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یا سایر شرکت ها با در نظر گرفتن عواملی، نظیر اندازه شرکت و نوع صنعت می تواند مناسب باشد.
۳. بررسی ارتباط میان میزان استفاده شرکت ها از فرصت های سرمایه گذاری و میزان شهرت آنها.

### محدودیت های پژوهش

مهمترین محدودیت پژوهش حاضر مربوط به وجود تورم شدید و عدم ثبات اقتصادی در اقتصاد کشور می باشد که می تواند بر صحت و قابلیت اتکای اطلاعات مالی شرکت ها و در نتیجه بر نتایج پژوهش اثرگذار باشد.

### منابع

- ✓ احمدپور، احمد، پاکدلان، سعید، (۱۳۹۳)، نقش فرصت های رشد در تعدیل رابطه اهرم مالی و تصمیمات سرمایه گذاری، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۳، شماره ۱۱، صص ۷۷-۹۲.
- ✓ افشاری، اسدالله، سعیدی، علی، رشادی، الهام، (۱۳۹۱)، تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، شماره ۱۷، صص ۱۳-۲۹.
- ✓ تاری وردی، یدالله، دسینه، مهدی، تقی زاده، علی، (۱۳۹۳)، بررسی ارتباط میان فرصت های سرمایه گذاری، تأمین مالی شرکت ها و سیاست های تقسیم سود سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های نوین در حسابداری، دوره ۱، شماره ۴، صص ۹۳-۱۰۷.

- ✓ توکل نیا، اسماعیل، پورنقارچی، مهران فضل‌الله، حاتم، جاوید، (۱۳۹۳)، اهرم مالی و ارتباط آن با توانایی مالی، رشد و سرمایه گذاری سنگین در دارایی های ثابت شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (روابط خطی و انحنایی)، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۲، شماره ۵، صص ۷۹-۱۰۱.
- ✓ جعفری دهکردی، حمیدرضا، (۱۳۹۷)، بررسی نقش واسطه‌ای اهرم مالی در تاثیر محافظه کاری در حسابداری بر فرصت های سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۷، شماره ۲۷، صص ۱-۲۷.
- ✓ صرخه، لفته، احمدی، محمدرمضان، (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش ملی و دومین همایش بین‌المللی مدیریت و حسابداری ایران.
- ✓ صمدی، سعید، سهیلی، سیروس، کبیری پور، وحید، (۱۳۹۲)، تحلیل تأثیر فرصت‌های رشد بر اهرم مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، شماره ۱، صص ۲۴۱-۲۶۱.
- ✓ کریمی، فرزاد، اخلاقی، حسنعلی، رضایی مهر، فاطمه، (۱۳۸۹)، بررسی تاثیر اهرم مالی و فرصت شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۸، صص ۷۴-۶۰.
- ✓ محبی پورکانی، خدیجه، (۱۳۹۵)، تاثیر اهرم مالی و فرصت های رشد بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، دانشکده علوم انسانی، گروه حسابداری.
- ✓ نژاد ساروکلائی، محمدعلی، شول، عباس، بحرینی، مریم، (۱۳۹۳)، تاثیر ویژگی های خاص شرکت بر فرصت های سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات حسابداری و حسابرسی، دوره ۳، شماره ۱۱، صص ۱-۲۳.
- ✓ نوروش، ایرج، یزدانی، سیما، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشهای حسابداری مالی، شماره ۴، صص ۳۵-۴۸.
- ✓ Aivazian, V.A., Ge, Y. & Qiu, J. (2005). 'The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence', *Journal of corporate finance*, vol. 11, no. 1, pp. 277-91.
- ✓ Firth, M., Lin, C. & Wong, S.M. (2008), 'Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: Evidence from China', *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, no. 5, pp. 642-53.
- ✓ Gomariz, M. F. C. & Ballesta, J. P. S, (2014), "Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency" *Journal of Banking & Finance*, 40, 494-506.
- ✓ Huijie, B. (2010). A Study on Leverage & Firm Investment: Chinese Evidence. Royal Institute of Technology (KTH), Master of Science Thesis, Program Economics of Innovation and Growth.

- ✓ Kang, J.K., Shivdasani, A. & Yamada, T. (2000), 'The effect of bank relations on investment decisions: An investigation of Japanese takeover bids', *The Journal of Finance*, vol. 55, no. 5, pp. 2197-218.
- ✓ Kannadhasan, M. (2014). Does Financial Leverage Influence Investment Decisions? The Case of Pharmaceutical Firms in India. *Indian Institute of Management Raipur*.
- ✓ Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), 'The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment.', *American Economic Review*, vol. 53, no. 433-443.
- ✓ Moham, P. (2009). Does Firm Financial Leverage Influence Investment Decision? The Case of Mauritian Firms. *Journal of Business Case Study* , 4, 44.
- ✓ Muthsamy, F. J. (2011). Impact Of Leverage on Firm Investment Decision. *International Journal of Scientific & Engineering Research* , 2 (4).
- ✓ Myers, S. (1984); "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 575-92.
- ✓ Myers, S. (1997). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* (5(2)), 147-175.
- ✓ Mykhayliv, D. & Zauner, K.G. (2017) 'The impact of equity ownership groups on investment: Evidence from Ukraine', *Economic Modelling*, vol. 64, pp. 20-5.
- ✓ Sauner-Leroy, J. B. (2004). Managers and productive investment decisions: The impact of uncertainty and risk aversion. *Journal of small business management* (42(1)), 1-18.
- ✓ Sung C. B., (2009), "On the Interactions of Financing and Investment Decisions", *Managerial Finance*, Vol.:35, Pp: 691-699 .
- ✓ Umutlu, M. (2010). 'Firm leverage and investment decisions in an emerging market', *Quality & Quantity*, vol. 44, no. 5, pp. 1005-13.
- ✓ Watson, W; Wilson, N. (2002). Small and medium size enterprise financing: A note on some of the empirical implication of a pecking order. *Journal of Business Finance & Accounting* , 557-578.
- ✓ Xuan Vinh Vo , (2018). Leverage and Corporate Investment Evidence from Viet- nam, *Finance Research Letters*, doi: 10.1016/j.frl.2018.03.005.