فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/ سال دوم/ شماره ۸ / زمستان ۸۹/ صفحات ۷۴-۶۰

بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

فرزاد کریمی*
حسنعلی اخلاقی**
فاطمه رضایی‌مهر ***

تاریخ دریافت:۸۹/۴/۶ تاریخ پذیرش: ۸۹/۷/۳

چکیده

در این پژوهش تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد بر تصمیمات سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران مورد بررسی قرار گرفته است. بدین منظور دو فرضیه تدوین‌گردیده؛ در فرضیه اول تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و در فرضیه دوم تأثیر فرصت رشد بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مورد آزمون قرار گرفته است. با توجه به مبانی نظری و ادبیات موضوع برای تجزیه و تحلیل داده‌ها، یک مدل رگرسیون تدوین و مورد استفاده قرار گرفت. جامعه آماری، شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۷ می‌باشد. برای تعیین نمونه آماری، از روش حذف سیستماتیک استفاده

* استادیار اقتصاد، عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، گروه حسابداری و مدیریت، مبارکه، اصفهان، ایران
** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، گروه حسابداری، مبارکه، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول) Email: akhlaghi110@gmail.com
*** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، گروه حسابداری، مبارکه، اصفهان، ایران

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

شده است که در نهایت ۱۰۴ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها بیانگر تأیید فرضیه اول و رد فرضیه دوم با استفاده از داده‌های تابلویی می باشد. علاوه بر این یافته‌های پژوهش نشان داد رابطه منفی و معنی‌دار بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: تصمیمات سرمایه‌گذاری، اهرم مالی، فرصت رشد، داده‌های تابلویی

۱-مقدمه

بیان فرآیند سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری[1] است. در این حالت فعالیت‌های مربوط به فرآیند تصمیم‌گیری تجزیه شده و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه‌گذاری که بر روی تصمیم‌گیری آن‌ها تاثیر می‌گذارد مورد بررسی قرار می‌گیرد. به طور کلی سرمایه‌گذاری به عنوان فرآیند تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شد، تعریف می شود. سرمایه‌گذار مستلزم مطالعه فرآیند سرمایه‌گذاری و مدیریت ثروت سهامداران است و فرآیند سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری است(جونز[2]، ۱۹۹۶).

افراد جهت تصمیم‌گیری نیاز به اطلاعات مالی دارند. یکی از منابع اطلاعاتی اطلاعات حسابداری است. در مبانی نظری گزارشگری مالی به نقش اطلاعات مالی و مفید بودن آن در تصمیم‌گیری افراد اشاره شده است. هیأت استانداردهای حسابداری مالی و هیأت تدوین استانداردهای حسابداری ایران در مبانی نظری گزارشگری مالی به لزوم تهیه اطلاعات مالی به گونه‌ای که در تصمیم‌گیری افراد مفید واقع شود تأکید کرده اند(خوش طینت و اسماعیلی، ۱۳۸۵). یکی از اقلام حسابداری که در گزارش‌های مالی (ترازنامه) تهیه وارائه می‌شود «بدهی‌ها» است. معمولاً بدهی‌ها به عنوان عاملی برای پیش بینی و از همه مهم تر راهنمایی برای سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری به شمار می آید. با توجه به موارد مذکور، عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارای اهمیت خواهد بود و پژوهش حاضر در همین راستا انجام گرفته است. بنابراین در این پژوهش به بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداخته می‌شود. در ادامه ادبیات و پیشینه پژوهش بیان می‌گردد، سپس

1 .Investment Decisions
2 . Jones

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فرضیه ها، روش پژوهش و متغیرهای مورد استفاده در پژوهش توضیح داده می‌شود و در خاتمه آزمون فرضیه ها و نتایج پژوهش بیان می‌گردد.

۲- ادبیات و پیشینه پژوهش

امروزه با گسترش سطح کیفی فعالیت و همچنین توسعه گستره امور اقتصادی، تصمیم‌های مالی شرکت‌ها از جمله مسائل پیچیده‌ای است که در راستای کسب بهترین بازده و مطلوبیت در بهترین شرایط به وجود می‌آید. در این راستا مدیران مالی با توجه به آن که مسئولیت اصلی این تصمیم‌ها به آن‌ها بر می‌گردد در پی دستیابی به روابط بین عوامل شاخص در شرکت‌ها هستند. از جمله این مسائل مبحث تصمیمات سرمایه‌گذاری است(آئون و هوانگ[1]، ۲۰۰۸). سرمایه‌گذاری را می‌توان یکی از ارکان اساسی اقتصاد کشورها دانست. تردیدی نیست افزایش تولید که یکی از نخستین گام‌های فرآیند توسعه محسوب می‌گردد، مستلزم افزایش سرمایه‌گذاری خواهد بود. به همین دلیل، نظریه‌هایی در علم اقتصاد مطرح است که علت توسعه نیافتگی برخی از کشورها را کمبود سرمایه و سرمایه‌گذاری پنداشته است(نخجوانی، ۱۳۸۲). سرمایه‌گذاری، فعالیتی در قالب به کارگیری وجوهی است که بتواند یک جریان سودآور آتی ایجاد نماید. طبق این تعریف، هر یک از موارد تعهد وجوه دارایی‌های مالی[2]، دارایی‌های جنسی[3] و فعالیت‌های تولیدی[4] معنای سرمایه‌گذاری پیدا می‌کند. دارایی‌های مالی، شامل سپرده‌گذاری بانکی، خرید اوراق قرضه ملی و اوراق قرضه شرکت‌ها، خرید سهام و ... است. دارایی‌های جنسی، شامل فلزات قیمتی، زمین، ساختمان و هر نوع کالای بادوام دیگری است که به منظورکسب سود، خریداری شده باشند. در قالب تعریف رسمی، هر سه دسته فعالیتهای مذکور، جنبه سرمایه گذاری دارند، اما در تعبیر کاربردی تنها تعهد وجوه در فعالیت‌های تولیدی، جنبه « مخارج سرمایه ای» (اصطلاح معادل سرمایه‌گذاری) دارد و «بودجه بندی سرمایه» ناظر به این گروه است و سرمایه‌گذاری در دو گروه دیگر در سرفصل « مدیریت پورتفوی » قرار می گیرد(خورشیدی، ۱۳۷۵). مخارج سرمایه ای خود شامل سه دسته مخارج سرمایه‌ای جایگزینی، مخارج سرمایه‌ای توسعه‌ای و مخارج سرمایه‌ای راهبردی است. با توجه به موارد مذکور می‌توان گفت، تصمیمات سرمایه گذاری با سئوال اصلی مدیران

1 . Aoun & Hwang
2 . Financial Assets
3 . Physical Assets
4 . Productive Activities

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

یعنی«چه باید کرد؟» در ارتباط مستقیم می باشد. در نتیجه، تصمیمات سرمایه‌گذاری باید با تکیه بر اصول علمی و با دقت مناسب اتخاذ گردند.

تأمین مالی شرکت‌ها نیز یکی از چالش برانگیزترین مباحث حوزه بازارهای سرمایه است. در مورد نحوه تأمین مالی شرکت‌ها دو نظریه سلسله مراتبی[1] (تئوری توجیحی) و موازنه ایستا[2] در ادبیات مالی مطرح شده است. براساس مدل موازنه ایستا می‌توان ازطریق برقراری توازن بین منافع تأمین مالی از طریق بدهی و هزینه‌های مرتبط با بدهی، به ساختار سرمایه‌ای دست یافت که ارزش شرکت را حداکثر کند. در مدل سلسله مراتبی، نواقص بازار سرمایه مدنظر قرار می‌گیرند و هزینه‌های مبادلاتی، عدمتقارن اطلاعاتی و توانایی شرکت برای پذیرش سرمایه‌گذاری‌های جدید را با وجوه و منابع داخلی مرتبط می‌سازند(هونگ و جاسون[3]،۲۰۰۶). با توجه به موارد مذکور، این پژوهش درصدد پاسخ به این سئوال است که آیا اهرم مالی و فرصت رشد بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر دارند؟ پژوهش های بسیاری در این زمینه صورت گرفته است که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌گردد.

یوماتلو[4](۲۰۱۰) در پژوهشی به بررسی «ارتباط اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری» برای شرکت‌های تولیدی بورس در کشور ترکیه پرداخته است. در این پژوهش از داده‌های تابلویی با روش اثرات ثابت برای تخمین مدل خطی چند متغیره استفاده شده است. خلاصه یافته‌های پژوهش حاکی از این مطلب است که اهرم مالی تأثیر منفی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد و شرکت‌هایی که بدهی بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند، رغبت کمتری به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای از خود نشان می‌دهند.

سانگ[5](۲۰۰۹) رابطه بین اهرم مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را برای شرکت‌های چینی بررسی کرد. در این پژوهش برای اندازه‌گیری اهرم مالی از چهار نسبت مختلف استفاده شده است. خلاصه یافته‌های پژوهش حاکی از این است که شرکت‌هایی که رشد بیشتری دارند نسبت‌های اهرمی کمتری دارند. همچنین شرکت‌های بزرگتر نسبت به شرکت‌های کوچکتر بدهی بیشتری را برای سرمایه‌گذاری متحمل می‌شوند.

1. Pecking Order Theory
2. Static Trade-off Theory
3. Hong & Jason
4. Umutlu
5 . Sung

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

آهن و همکاران[1](۲۰۰۶) در پژوهشی به« بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری» درشرکت‌های متنوع برای بورس لندن طی سال‌های ۱۹۸۲-۱۹۹۷ پرداخته‌اند. خلاصه نتایج پژوهش حاکی از این مطلب است که اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری تأثیری منفی دارد. همچنین شرکت‌هایی که دارای اهرم مالی بالاتری هستند، محدودیتی را بر سرمایه‌گذاری تحمیل می کنند و هر چه بدهی شرکت‌ها بیشتر باشد، سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در آن‌ها کمتر است.

ویدهان و همکاران[2](۲۰۰۲) «رابطه بین فرصت رشد شرکت را با سیاست بدهی شرکت» برای بورس هونگ کنگ طی سال‌های ۱۹۸۰-۱۹۹۵ بررسی کرده‌اند. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون‌های مقطعی استفاده شده است و نتیجه پژوهش نشان دهنده این مطلب می‌باشد که بین فرصت رشد شرکت های پذیرفته شده در بورس هونگ کنگ و بدهی‌ها (اهرم مالی) ارتباط مثبتی وجود دارد.

لانگ و همکاران[3](۱۹۹۶) بررسی تحلیلی«ارتباط بین اهرم مالی، سرمایه‌گذاری با فرصت رشد شرکت‌ها» را در کشور آمریکا انجام داده‌اند. این پژوهش نشان می‌دهد ارتباط منفی و معنی داری بین اهرم مالی و فرصت رشد شرکت‌های آمریکایی وجود دارد. همچنین بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های با فرصت رشد کم رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

مختاریان(۱۳۸۳) در پژوهشی به بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران پرداخته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که روند قیمت سهام اهمیتش از فاکتورهای دیگر نظیر بازده و سود هر سهم بیشتر است. همچنین سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به نسبت‌های مالی توجه چندانی ندارند.

سینایی و نیسی(۱۳۸۲) به بررسی عوامل مؤثر بر اندازه استفاده از اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۱-۱۳۸۰ پرداخته‌اند. نتیجه پژوهش حاکی از این است که بین اندازه و اهرم مالی تنها در بعضی از صنایع رابطه وجود دارد.

1. Ahn, et al.
2. Vidhan, et al.
3. Lang, et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۳- عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری

در تصمیمات سرمایه‌گذاری عوامل زیادی تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهند. مهمترین این عوامل به شرح زیر می‌باشند:

۱) **دوره سرمایه‌گذاری:** سرمایه‌گذارانی که دوره سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند، بیشتر از سرمایه‌گذاران با دوره سرمایه‌گذاری کوتاه مدت در دارایی‌های ریسکی سرمایه‌گذاری می‌کنند. هنگام تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری این نکته را باید در نظر گرفت که سرمایه‌گذار چه موقع وجه نقد خود را نیاز دارد(کرادو و برادفورد[1]،۲۰۰۰). اشخاصی که دارایی‌های خود را برای دوره‌های کوتاه مدت تخصیص می‌دهند، بر این باورند که بازار سهام در برابر تغییرات شرایط اقتصادی و مالی بیش از حد واکنش نشان می‌دهد و همین باعث می‌شود قیمت سهام بیش از حد بالا یا پایین آید(صفری، ۱۳۸۱).

۲) **منابع مالی:** هر سرمایه‌گذاری واستراتژی مورد نظر آن سرمایه‌گذاری نیاز به منابع مالی دارد(چن و همکاران[2]،۲۰۰۰). به طور مثال، اگر اشخاص و شرکت‌ها به منابع مالی بلند مدت دسترسی داشته باشند، به سرمایه‌گذاری‌ها و اهداف بلند مدت می‌اندیشند و اگر به منابع مالی کوتاه مدت دسترسی داشته باشند به سرمایه‌گذاری کوتاه مدت فکر می‌کنند.

۳) **نقدینگی سرمایه‌گذاری:** برخی از افراد ممکن است به سرعت به منابع مالی که سرمایه‌گذاری می‌کنند نیاز داشته باشند. برای این افراد قدرت نقدینگی سرمایه‌گذاری بسیار مهم است(همان منبع). به عنوان مثال افراد بازنشسته عموماً نقدینگی بیشتری نیاز دارند. از سوی دیگر سرمایه‌گذارانی‌که در نقطه اوج درآمدی قرار دارند، نقدینگی کمتری نیاز دارند.

۴) **مالیات:** سرمایه‌گذاران بر اساس نوع سرمایه‌گذاری خود، مالیات‌های متفاوتی را می‌پردازند. از اینرو نرخ مالیات پرداختی، سودآوری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد(چن و همکاران،۲۰۰۰).

---

1 . Corrado & Bradford

2 . Chen, et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۴- فرضیه‌ها

فرضیه اول : بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه دوم : بین فرصت رشد و تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

۵- تصریح مدل

ارتباط بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها بسیار مهم است، زیرا ارزش یک شرکت به وسیله جریانات نقدی پیش‌بینی شده از سرمایه‌گذاری‌ها تعیین می‌شود. بنابراین اهرم مالی، سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد (یوماتلو[1]،۲۰۱۰). همچنین در مورد تأثیر فرصت رشد بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بر طبق پژوهش لانگ و همکاران (۱۹۹۶) ارتباط مثبت فرصت رشد بر سرمایه‌گذاری مطرح می‌باشد، یعنی هرچه شرکت‌ها رشد بیشتری داشته باشند، در دارایی‌های سرمایه‌ای بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند.

در این پژوهش جهت آزمون فرضیه های فوق مدل رگرسیون(۱) مورد استفاده قرار گرفته است. (۱)

$$IFA_{i,t} = \alpha + \beta_1 Lev_{i,t-1} + \beta_2 Q_{i,t-1} + \beta_3 (CFA_{i,t}) + \beta_4 D_{i,t-1} * Lev_{i,t-1} + \beta_5 SFA_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$IFA_{i,t}$: متغیر وابسته پژوهش و شاخص سرمایه‌گذاری است که از نسبت کل سرمایه‌گذاری شرکتi در زمان t به دارایی‌های ثابت به دست می‌آید.

$Lev_{i,t-1}$: متغیر مستقل پژوهش و شاخص اهرم مالی شرکت i در زمان t-1 است که از نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

$Q_{i,t-1}$: متغیر مستقل پژوهش و شاخص فرصت رشد شرکت i در زمان t-1 است که از نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

علاوه بر این، در این پژوهش همانند پژوهش‌های یوماتلو (۲۰۱۰) و لانگ و همکاران (۱۹۹۶) از متغیرهای کنترل و مجازی به شرح زیر استفاده می‌گردد:

1 . Umutlu

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

$CFA_{i,t}$: متغیر کنترل که از نسبت جریان وجوه نقد به دارایی‌های ثابت شرکت i در زمان t-1 محاسبه می‌شود.

$D_{i,t-1}$: متغیر مجازی که اگر Q>1 ارزش یک و در غیر اینصورت ارزش صفر می‌گیرد.

$SFA_{i,t-1}$: متغیر کنترل که از نسبت فروش خالص به دارایی‌های ثابت شرکتi در زمان t-1 محاسبه می‌گردد.

۶- نوع پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع کاربردی است. همچنین این پژوهش از لحاظ روش، از نوع توصیفی- همبستگی است؛ زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، کشف یا تعیین می‌کند. در این پژوهش تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم افزار Eviews صورت گرفته و از داده‌های تابلویی استفاده شده است. آزمون F لیمر[1] و آزمون هاسمن[2] برای تعیین نوع داده‌ها و آزمون هادری برای تعیین مانایی متغیرها صورت گرفته است. همچنین برای آزمون فرضیه‌ها از آزمون‌های F فیشر و t استیودنت استفاده شده است.

۷- جامعه آماری و نمونه

در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که دارای ویژگی‌های زیر بوده؛ به عنوان نمونه انتخاب شدند:

۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند باشد.

۲- در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد.

۳- اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها، دردوره مورد بررسی موجود باشد.

۴- در کلیه سال‌های مورد رسیدگی، از طریق بدهی، تأمین مالی داشته باشند.

۵- به منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت‌ها از نوع تولیدی باشند و از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشند.

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۰۴ شرکت انتخاب شدند. قلمرو مکانی تحقیق،کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷

[1]. Leamer Test
[2]. Hausman Test

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

می باشد. لازم الاجرا شدن استانداردهای حسابداری ملی و در دسترس بودن اطلاعات، دلیل انتخاب دوره زمانی طی سال‌های فوق می‌باشد.

۸- یافته‌های پژوهش

۸-۱- آمار توصیفی

ابتدا جهت تجزیه وتحلیل داده‌ها، آماره‌های توصیفی داده‌های تحت مطالعه محاسبه می‌گردد. جدول(۱) آماره‌های توصیفی را نشان می دهد که بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا می‌باشد و شامل اطلاعات مربوط به میانگین و میانه است. دسته دوم اطلاعات شامل پارامترهای مربوط به پراکندگی نظیر واریانس، چولگی و کشیدگی است که بیانگر پراکنش داده‌ها حول محور میانگین می باشد.

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیرIFAبرابر با ۰.۴ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکزیافته اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می باشد که وضعیت جامعه را نشان می دهد. همانطور که مشاهده می شود میانه متغیر IFA برابر با ۰.۴ می باشد که نشان می دهد که نیمی از داده ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند و یکسان بودن مقدار میانگین و میانه برای متغیر اندازه شرکت(IFA)، نشان دهنده نرمال بودن این متغیراست.

جدول ۱: آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	جارکو برا	سطح بحرانی	مشاهده
IFA	۰.۴۰۲۹	۰.۴۰۷۲	۰.۷۶۶۲	۹.۰۲۴	۱۹۶.۰۹	۱۳۰۳۸۹۹	۰.۰۰۰	۸۳۲
Lev	۰.۲۲۱۴	۰.۰۹۷۲	۰.۴۹۵۳	۶.۱۰۷	۵۴.۰۹	۹۵۶۸۴	۰.۰۰۰	۸۳۲
Q	۱.۸۶۰	۱.۳۸	۱.۴۴۸	۳.۶۲۰	۱۹.۹۴	۱۱۷۶۹	۰.۰۰۰	۸۳۲
CFA	۰.۳۰۷۱	۰.۱۶۹۹	۴.۱۰۲	-۷.۵۳۰	۳۴۷.۰۳	۴۱۱۰۹۷۲	۰.۰۰۰	۸۳۲
Lev* D	۰.۲۷۲۶	۰.۰۷۹۵	۰.۴۸۵۶	۶.۴۷۰	۵۹.۲۷۷	۱۱۵۶۰۲	۰.۰۰۰	۸۳۲
SFA	۱۸.۸۹۲	۰.۰۳۸۴	۳۱۱.۷۶	۲۲.۰۷	۵۱۴.۰۸	۹۱۲۲۹۰۵	۰.۰۰۰	۸۳۲

مأخذ: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیرSFA برابر با ۳۱۱.۷ و برای متغیرLev برابر با ۰.۴۹ است که نشان می دهد در بین متغیرهای تحقیق نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌ها(Lev) و نسبت فروش خالص به دارایی ثابت(SFA) به ترتیب دارای‌کمترین و بیشترین میزان پراکندگی می‌باشند. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگرضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. میزان کشیدگی یا پخی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی می‌نامند. اگر کشیدگی حدود صفر باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار مثبت باشد منحنی برجسته و اگر منفی باشد منحنی پهن می باشد. کشیدگی متغیرهای این مدل همگی مثبت می باشند. مثلاً این مقدار برای متغیر IFA برابر ۱۹۶.۹ می باشد که نشان دهنده برجسته بودن منحنی این متغیر می باشد. متغیر SFA بیشترین برجستگی و متغیر Q کمترین برجستگی را نسبت به منحنی نرمال دارد. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق که در جدول (۱) ارائه شده است برای هر کدام از فرضیه‌ها مربوط به سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۰ می باشد.

۸-۲- آزمون فرضیه اول

بر اساس فرضیه اول بیان شده بود که بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معنی داری وجود دارد. فرضیه مذکور در سطح داده‌های تابلویی با استفاده از مدل (۱) آزمون گردید که نتایج حاصل از آن در جدول (۲) منعکس است.

جدول۲: نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول و دوم
(روش تخمین اثرات ثابت با داده‌های تابلویی)

متغیر وابسته: تصمیمات سرمایه‌گذاری					
تعداد مشاهدات برای هر متغیر: ۷۲۸					
متغیرها	ضریب	خطا استاندارد	آماره *t*	p-value	آزمون هاردی
Lev	-۰.۱۹۲۲	۰.۰۴۰۶	-۳.۰۰۷۶	۰.۰۰۲۷	۱.۴۳۰۲ (۰.۰۷۶۳)
Q	-۰.۰۴۴	۰.۰۰۶۱	-۰.۶۵۴۳	۰.۵۱۳۱	۱.۹۶۹۷ (۰.۰۵۴۴)
CFA	۰.۰۰۶	۰.۰۱۳۸	۰.۴۳۹۳	۰.۶۶۰۶	۰.۱۹۱۴ (۰.۴۲۴۱)
Lev* D	۰.۱۸۲۱	۰.۰۳۶۸	۴.۹۳۸۰	۰.۰۰۰	-۰.۲۹۵۰ (۰.۶۱۶۱)
SFA	۰.۰۰۰۴	۰.۰۰۰۸	۲.۹۱۷۳	۰.۰۰۳۷	-۲.۶۶۴۲ (۰.۹۹۶۱)

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیر وابسته: تصمیمات سرمایه‌گذاری					
تعداد مشاهدات برای هر متغیر: ۷۲۸					
متغیرها	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	p-value	آزمون هاردی
C	۰.۴۴۵۵	۰.۰۱۳۶	۳۲.۷۰۰	۰.۰۰۰	-
AR(1)	۰.۲۵۹۹	۰.۰۳۷۸	۶.۸۷۰۴	۰.۰۰۰	-
IFA	-	-	-	-	-۰.۲۳۵۲ (۰.۵۹۳۰)
R^2	۰.۶۷۶۷۰	آماره دوربین-واتسون(DW)			۲.۰۲۸۵
آماره F فیشر	(۰.۰۰۰)				۱۱.۸۶۷
آزمونF لیمر	(۰.۰۰۰)	۶.۹۳۲۱	آزمون هاسمن	(۰.۰۳۰)	۹.۲۳۱

مأخذ: یافته های پژوهش با استفاده از نرم افزارEviews

همان طور که در جدول شماره ۲ مشاهده می شود، p-value آماره F فیشر کمتر از سطح خطای مورد پذیرش می‌باشد، بنابراین کل رگرسیون معنی دار است. برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی و تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است. با توجه به اینکه مقدار-p value به دست آمده از آزمون F لیمربرابر (0.000) می باشد فرضH_0 رد شده است (p-value ≤ 0.05) و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می شود. روش داده‌های تابلویی خود دارای دو روش اثرات ثابت[1] و اثرات تصادفی[2] است که برای انتخاب بین این دو روش از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. از آنجایی که p-value به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با (0.030) می‌باشد فرض H_0 رد شده است (p-value ≤ 0.05) و در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. همچنین p-value آماره t برای ضریب Lev، نشان دهنده این است که فرض H_0 رد می شود. بنابراین بین متغیر مستقل اهرم مالی با تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معنی داری در سطح ۹۵٪ وجود دارد. p-value آزمون هادری برای تک تک متغیرها بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و بنابراین تک تک متغیرها مانا می باشند. با توجه به آماره دوربین واتسون در برآورد مدل اولیه مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی می باشد که جهت رفع آن از جزء AR استفاده شده است. ضریب همبستگی(R^2)به دست آمده نشان می دهدکه متغیرهای مستقل مدل قادر هستند ۶۷٪ رابطه با متغیر وابسته را توضیح دهند. بنابراین رابطه بالایی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد که می توان از آن در

[1]. Fixed Effect
[2]. Random Effects

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جهت پیش بینی استفاده نمود.

۸-۳- آزمون فرضیه دوم

بر اساس فرضیه دوم، بیان شده بود که بین فرصت رشد و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معنی داری وجود دارد. با توجه آماره t به دست آمده برای فرصت رشد و همچنین p-value به دست آمده در ستون پنجم جدول ۲، ($p\text{-value} > 0.05$) فرض H_0 تأیید می شود. بنابراین بین متغیر مستقل فرصت رشد با تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معنی داری وجود ندارد. با توجه به مبانی نظری موجود، ارتباط مثبت ومعنی‌دار بین فرصت رشد و تصمیمات سرمایه‌گذاری مد نظر است، یعنی هر چه شرکتی فرصت رشد بیشتری داشته باشد، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای آن نسبت به شرکتی که فرصت رشد پایین‌تر دارد، بیشتر است. همانطور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، p-value به دست آمده برای متغیر فرصت رشد بزرگتر از ۵٪ است و این نشان دهنده عدم وجود ارتباط بین متغیر فرصت رشد با تصمیمات سرمایه‌گذاری است. این تحقیق، در مورد ارتباط فرصت رشد و تصمیمات سرمایه‌گذاری با مبانی نظری سازگار نمی‌باشد. به نظر می‌رسد دلیل این امر وجود سایر عوامل تأثیرگذار از جمله شرایط اقتصادی، سیاسی و... در طی دوره پژوهش می‌باشد.

۹- نتیجه گیری

در پژوهش حاضر به منظور بررسی بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد بر تصمیمات سرمایه‌گذاری داده‌های گردآوری شده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های تابلویی در آزمون فرضیه اول نشان می دهد که فرض H_0 برای متغیر اهرم مالی رد شده است. بنابراین بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و منفی وجود دارد. از این مطلب می‌توان نتیجه‌گیری نمود، شرکت‌هایی که بدهی بالاتری نسبت به سایرین دارند، کمتر به سرمایه‌گذاری می‌پردازند. این نتیجه با نتایج حاصل از پژوهش یوماتلو(۲۰۱۰)، آهن و همکاران(۲۰۰۶) و لانگ و همکاران(۱۹۹۶) مطابقت دارد و با پژوهش ویدهان و همکاران(۲۰۰۲) سازگار نیست. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های ترکیبی در آزمون فرضیه دوم نشان می دهد که فرض H_0 برای متغیر فرصت رشد(Q) تأییدشده و بنابراین بین فرصت رشد و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معنی داری وجود ندارد. این یافته با نتیجه پژوهش لانگ و همکاران(۱۹۹۶) سازگار نیست.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نتایج پژوهش حاضربرای استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی به خصوص، مدیران شرکت‌ها می‌تواندکاربرد داشته باشد. براساس این پژوهش شرکت‌هایی که اهرم مالی(بدهی) بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند،کمتر به سرمایه‌گذاری می‌پردازند و شرکت‌هایی که بدهی کمتری دارند رغبت بیشتری به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای نشان می‌دهند.

۱۰- محدودیت‌های پژوهش

محدودیت‌هایی که در اجرای تحقیق وجود داشته و در تعبیر وتفسیر نتاج تحقیق و قابلیت تعمیم آن بایستی مورد ملاحظه قرار گیرد به شرح زیر می باشد:

۱) از آنجایی‌که برای محاسبه متغیرهای تحقیق از صورت‌های مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده است؛ در صورت تعدیل اطلاعات صورت‌های مالی برای تورم، ممکن است نتایج تحقیق متفاوت از نتایج فعلی باشد.

۲) با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و اینکه سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه است، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها بایستی با احتیاط انجام گیرد.

۳) با توجه به اینکه اطلاعات رکن اصلی و اساسی برای هر پژوهش محسوب می‌شود، فقدان اطلاعات مورد نیاز این پژوهش در برخی موارد از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موجب گردید که همه این شرکت‌ها مورد آزمون و بررسی قرار نگیرند.

۴) این پژوهش بر اساس اطلاعات ارائه شده در صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها انجام شده است؛ بنابراین، بدیهی است که نتایج آن تحت تأثیر صحت اطلاعات موجود در صورت‌های مالی قرار گیرد.

۱۱- پیشنهادها

به منظور انجام پژوهش‌های آتی موضوعات زیر پیشنهاد می‌گردد:

۱) نقش تصمیمات سرمایه‌گذاری در صنایع مختلف به طور جداگانه مورد آزمون قرار نگرفته است، پیشنهاد می‌شود ارتباط بین اهرم مالی و فرصت رشد با تصمیمات سرمایه‌گذاری در صنایع مختلف بررسی شود.

۲) پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی متغیرهای دیگر نظیر ریسک شرکت و تورم به عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شود.

۳) رابطه بین تصمیمات سرمایه‌گذاری با ساختار مالکیت و هزینه سرمایه مورد بررسی قرار گیرد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

منابع

۱- خوش طینت، محسن و شاهپور اسماعیلی (۱۳۸۵). «بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام». ***فصلنامه مطالعات حسابداری***، شماره ۱۲و۱۳.

۲- خورشیدی، غلامحسین(۱۳۷۵). «ملاحظات اجرایی در تجزیه و تحلیل طرح‌های سرمایه گذاری». ***تحقیقات مالی***، سال سوم، شماره ۹ و ۱۰، ۴۰-۲۶.

۳- سینایی، حسنعلی و عبدالحسین نیسی(۱۳۸۲). « بررسی عوامل مؤثر بر اندازه استفاده از اهرم مالی در شرکت‌های سهامی عام». ***فصلنامه مطالعات حسابداری***، شماره ۴.

۴- صفری، محسن (۱۳۸۱). «ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس شاخص‌های شارپ و ترینر». پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.

۵- مختاریان، امید(۱۳۸۳). « بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران». پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس.

۶- نخجوانی، احمد(۱۳۸۲). ***اقتصاد ایران***، انتشارات مرکز آموزش و تحقیقات صنعتی ایرانۀ چاپ اول صص۳۶-۴۷.

۷- هاشمی، سید عباس و حسنعلی اخلاقی(۱۳۸۹)، «بررسی تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت»، ***فصلنامه حسابداری مالی***، شماره ۶ .

8-Ahn, S., Denis, D., and Denis, K. (2006). "Leverage and investment in diversified firms". ***Financ. Econ***. Vol 79, pp: 317-337.

9-Aoun , D., and Hwang, J,. (2008) ." The effects of cash flow and size on the investment decisions of ICT firms: A dynamic approach ", ***Informamation economics and policy***. Vol 20, PP:120 – 134.

10-Chen, H., Jegadeesh, N., and Wermers, R. (2000). "The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers", ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, Vol. 35, No. 3. pp: 343- 368.

11-Corrado, J. and Bradford, J. D. (2000). "Fundamental of Investmenst", ***Journal of Financial Economics***. Vol 54, PP: 25–39.

12-Hong, Z., and Jason X. (2006). "The Financing Behavior of Listed Chinese Firms".***The British Accounting Review***, Vol 38, pp: 239-258.

13-Jones, G.(1996) The Evolution of International Business. London: Routledge.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

14-Lang, L., Ofek, E., and Stulz, R. (1996). "Leverage, investment and firm growth". ***Financ. Econ***. Vol 40, pp: 3–29.

15-Sung C., (2009). "On the interactions of financing and investment decisions." ***Managerial Finance***. vol 35, pp:691 - 699.

16-Umutlu, M,. (2010). "Firm leverage and investment decisions in an emerging market". www.ssrn.com.

17-Vidhan, K., Goyal, A., and Lehn, B. (2002). "Growth opportunities and corporate debt policy": the case of the U.S. defense industry. ***Journal of Financial Economics.*** Vol 64, PP: 35–59.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]