فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/سال ششم/ شماره ۲۳ /پاییز۹۳ /صفحات ۱۲۷-۱۰۴

بررسی ارتباط میزان بدهی با رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر جریان‌های نقدی

فرزاد کریمی*
مریم حفیظی بروجنی**

تاریخ دریافت: ۹۳/۰۲/۲۸ تاریخ پذیرش: ۹۳/۰۹/۱۳

چکیده:

روش‌های تامین‌مالی از مهم‌ترین و حساس‌ترین متغیرهای تاثیرگذار بر رشد شرکت‌ها هستند. ایجاد ترکیب و توازن مناسبی از منابع داخلی و خارجی با توجه به وضعیت شرکت می‌تواند تضمین‌کننده رشد شرکت و افزایش دارایی‌های صاحبان سهام باشد. در این پژوهش رابطه میان اهرم‌مالی و رشد بنگاه‌ها مطالعه و حساسیت این رابطه نسبت به جریان‌های نقدی بررسی می‌شود. بدین ترتیب تاثیر همزمان منابع داخلی و خارجی بر رشد شرکت‌ها مورد مطالعه قرار می‌گیرد. جامعه آماری این پژوهش ۸۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۱ است. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته و نرم‌افزارهای Eviews و Stata استفاده گردید. نتایج نشان می‌دهد

* استادیار اقتصاد، ، گروه حسابداری، واحد مبارکه ، دانشگاه آزاد اسلامی، مبارکه، ایران.
Email: f_karimi110@yahoo.com

** دانشجوی کارشناسی ارشدحسابداری ، گروه حسابداری، واحد علوم و تحقیقات اصفهان، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان ، ایران.
Email: maryamhafiziboroojeni@gmail.com

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

که شـرکت‌های با محدودیت مالی بالا حسـاسـیت بالاتری به گردش وجوه نقد نشان می‌دهند و بین رشد و قرارگرفتن در معرض بدهی ارتباط غیرخطی به شکل معکوس U وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: اهرم‌مالی، حساسیت جریان وجوه نقد، رشد شرکت، محدودیت مالی، روش گشتاورهای تعمیم‌یافته.

۱-مقدمه

امروزه با گسـترش سـطح کیفی فعالیت‌ها و همچنین توسعه گستره امور اقتصادی، جهان شاهد رقابت بی‌سـابقه‌ای میان صـنعتگران و فعالان اقتصادی می‌باشد و شرکت‌های متعدد در راستای تولید محصـولات مختلف به رقابت می‌پردازند. این امر سـبب گردیده تصـمیمات مالی از جمله پیچیده‌ترین مسـائلی باشـد که شـرکت‌ها جهت رشـد و توسعه فعالیت‌های خود و همچنین در راسـتای کسـب بیشـترین بازده با آنها روبه‌رو می‌باشـند. در این شرایط مدیران مالی با توجه به اینکه مسـئولیت اصـلی تصـمیم‌گیری را بر عهده دارند به دنبال دستیابی به روابط موجود میان عوامل شاخص در شرکت‌ها می‌باشند(نخجوانی، ۱۳۸۰).

در سـال‌های اخیر پژوهش های متعدد پیرامون پویایی شـرکت‌ها، نگاه‌ها را به سـمت رابطه رشـد و تامین‌مالی معطوف نموده‌اند(مولیناری[1]، ۲۰۱۳). ایجاد ترکیب و توازن مناسـب از منابع داخلی و خارجی با توجه به وضـعیت شـرکت می‌تواند تضـمین‌کننده رشـد شـرکت و افزایش دارایی‌های صـاحبان سـهام باشـد (ایزدی‌نیا و رساییان،۱۳۸۸). به عبارتی مطالعات مرتبط را در دو دسته کلی می‌توان تقسیم نمود:

- مطالعاتی که به بررسی تاثیر اهرم‌مالی (منابع مالی خارجی) بر عملکرد شرکت پرداخته‌اند.
- مطالعاتی که به محدودیت‌های مالی توجه داشـته‌اند و به بررسـی رابطه و وابسـتگی میان جریان‌نقدی داخلی و میزان سرمایه‌گذاری و رشد پرداخته‌اند.

پژوهش حاضـر به دنبال برقراری ارتباط میان این دو گروه از مطالعات اسـت. بدین ترتیب که رابطه بین اهرم‌مالی و رشـد بنگاه‌ها، مطالعه و حسـاسـیت این رابطه نسـبت به جریان‌های نقدی بررسی می شود. لذا می توان تاثیر همزمان منابع داخلی و خارجی بر رشد را مورد مطالعه قرار داد. نتایج مطالعه می‌تواند بنگاه‌ها را در تصـمیم‌گیری جهت انتخاب نحوه تامین منابع مالی مورد نیازشـان یاری نماید. در این پژوهش ارزیابی مشـترکی از اثر جریان‌های نقدی و اهرم‌مالی

[1] -Molinari

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

بر روی رشـد اندازه گیری شده شرکت انجام شده و تاثیر سطوح مختلف اعمال اهرم عملیاتی بر رشد مورد بررسی قرار گرفته است.

تاکنون در داخل کشور مطالعه‌ای که به صورت همزمان تاثیر منابع داخلی و خارجی بر رشد شـرکت ها را مورد بررسـی قرار دهد انجام نشده است. نتایج مطالعات خارجی را نیز نمی توان به صورت مستقیم برای شرکت‌های داخلی تعمیم داد زیرا شرایط مالی و اقتصادی کشور ایران (هم در بعد اقتصـاد خرد و هم در بعد اقتصـاد کلان) تفاوت‌های قابل توجهی را با کشورهای خارجی دارد و پایداری شـرایط اقتصـادی و مالی ایران نسـبت به این کشـور ها در سطح پایین تری قرار دارد.

انجـام چنین مطـالعـه ای کمـک بسـیار زیادی به شـرکت ها برای مدیریت تامین مالی و برنامه‌ریزی برای رشد آینده خواهد نمود. لازم است شرکت های فعال در کشور بتوانند با مطالعه وضـعیت داخلی و خارجی خود گزینه‌های مختلف تامین سرمایه را به‌گونه‌ای انتخاب نمایند که رشـدشـان را تسـریع نماید و چالش های آینده را به حداقل برساند. از سوی دیگر افرادی که در بورس سـرمایه‌گذاری می‌کنند می‌توانند رشد فعلی و آینده شرکت‌های مختلف را بررسی نمایند و سـرمایه گذاری خود را با دقت بیشتری انجام دهند. موسسات مالی نیز ریسک وام های خود را می‌توانند کاهش دهند و شرکت‌های متقاضی وام را با دقت بالاتری مورد بررسی قرار دهند.

در ادامه به بررسـی چارچوب نظری ارتباط میان میزان بدهی با رشـد و حسـاسـیت جریان نقدی، بیان خلاصه‌ای از پژوهش‌های داخلی و خارجی انجام شده در این خصوص پرداخته شده و سـپس فرضـیه‌ها و روش پژوهش ارائه می‌شـود. در انتها نیز یافته‌های پژوهش و نتیجه‌گیری ارائه می گردد.

۲- چارچوب نظری

تامین‌مالی

انجام سرمایه‌گذاری های جدید لازمه رشد و پیشرفت و رقابت در جهان امروزی است. تامین وجوه مورد نیاز این سرمایه‌گذاری‌ها معمولاً از طریق ابزارهای متنوع تامین‌مالی صورت می گیرد که هریک ویژگی های خاص خود را داراسـت (رهنمای رودپشـتی، ۱۳۸۸). توانایی شرکت ها در مشـخص ساختن سیاست‌های مالی مناسب به منظور ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، از عوامل اصـلی رشـد به شـمار می آید. انتخاب سـیاسـت های بدهی یا ساختار سرمایه از تصمیمات مهم محسوب می‌شود که بر ارزش شرکت‌ها اثر می‌گذارد (امیری و محمدی،۱۳۹۱).

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

در ایران ابزارهای تامین‌مالی بیشتر به وام و سهام عادی محدود می‌شود. در این میان بازار سرمایه با نقش انکارناپذیر خود در رشد و توسعه اقتصادی کشور، نسبت به فعالیت‌های تامین‌مالی در قالب تغییرات بازده سهام که عامل موثر در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود، واکنش نشان می‌دهد. تئوری‌ها و نظریه‌های موجود و مطالعات انجام شده در این رابطه، اثرات متفاوت فعالیت های تامین مالی را بر بازده سهام پیش‌بینی می کند (رهنمای رودپشتی،۱۳۸۸).

مدیریت شرکت در راستای تامین منابع مالی مناسب و بهینه و برای به حداکثر رساندن بازده سهام از طریق اجرای پروژه‌های سودآور باید هزینه این منابع مالی را مشخص نموده و بین ریسک و بازده سهام تعادل برقرار نماید. افزایش و کاهش بازده سهام واحدهای انتفاعی می‌تواند ناشی از عوامل اطلاعاتی باشد که از داخل واحد تجاری گزارش می‌شود و می‌تواند بر تصمیم‌گیری سهام‌داران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران موثر باشد، که یکی از این اطلاعات می‌تواند تصمیم‌گیری‌های شرکت در ارتباط با ساختار سرمایه و همچنین تعیین و انتخاب بهترین شیوه تامین‌مالی و ترکیب آن باشد (ملانظری و همکاران،۱۳۸۸).

همان‌گونه که بیان شد در زمان حاضر محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط در حال رشد و رقابتی می‌باشد و در چنین محیطی سازمان‌ها به این نتیجه رسیده‌اند که هدف اصلی آن‌ها باید افزایش منافع سهام‌داران باشد تا بتوانند در دنیای رقابت باقی بمانند. یکی از موضوعات بسیار مهم در ادبیات سرمایه‌گذاری، به حداکثر رساندن ثروت صاحبان سهام به عنوان الویت اصلی مدیران مالی و سرمایه‌گذاری می‌باشد (ریچاردسون[1] و اسلوآن[2]،۲۰۰۳).

روش‌های گوناگون تامین‌مالی با رشد و عملکرد شرکت

معیارهای عملکرد حسابداری از دیرباز مورد توجه سرمایه‌گذاران بوده است، لیکن انتقادهای وارد بر معیارهای سنتی سنجش عملکرد، ظهور معیارهای عملکرد اقتصادی را موجب شده است. با این حال معیارهای عملکرد اقتصادی نیز خالی از اشکال نبوده و با کاستی‌هایی همراه‌اند. بر این اساس چنین استنباط می‌شود که تنها انتخاب یک معیار و اتکای صرف بر آن جهت ارزیابی عملکرد مالی مناسب نیست و به‌کارگیری ترکیبی از معیارها به منظور گرفتن تصمیم‌های اقتصادی آگاهانه‌تر توصیه می‌شود.

[1] - Richardson
[2] - Sloan

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

نتایج به‌دست آمده به ارائه چهار رویکرد در رابطه با معیارهای عملکرد به‌شرح زیر انجامیده است:

۱- رویکرد حسابداری: در این رویکرد از ارقام مندرج در صورت‌های مالی نظیر سود، سود هر سهم، جریان‌های نقدی عملیاتی، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام جهت ارزیابی عملکرد استفاده می‌شود (انصاری و کریمی، ۱۳۸۷).

۲- رویکرد اقتصادی: بر اساس این رویکرد که در آن از مفاهیم اقتصادی استفاده می‌شود، عملکرد واحد تجاری با تأکید بر قدرت سودآوری دارایی های شرکت و با توجه به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه به کار رفته ارزیابی می‌شود (انواری و همکاران،۱۳۸۳). ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل‌شده و ارزش افزوده بازار در این گروه جای دارند.

۳- رویکرد تلفیقی: در این رویکرد ترکیبی از اطلاعات حسابداری و بازار برای ارزیابی عملکرد به‌کار می‌رود مانند نسبت کیو توبین[1] و نسبت قیمت به سود[2](ابور[3]،۲۰۰۵).

۴- رویکرد مدیریت مالی: مطابق با این رویکرد، اغلب از تئوری های مدیریت مالی نظیر الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) و مفاهیم ریسک و بازده استفاده می‌شود. تاکید اصلی این رویکرد بر تعیین بازده اضافی هر سهم می‌باشد (انصاری و کریمی،۱۳۸۷).

معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد بر صورت سود و زیان و ترازنامه تاکید دارند؛ بدین معنی که یک جریان خروجی وجه نقد می‌تواند به‌عنوان هزینه در صورت سود و زیان و یا به‌عنوان یک دارایی سرمایه‌ای در ترازنامه منعکس شود که نتیجه آن ارائه صورت سود و زیان و ترازنامه متفاوت ناشی از به‌کارگیری رویه‌های مختلف است (نخجوانی، ۱۳۸۰).

انتخاب سیاست بدهی[4] یا انتخاب ساختار سرمایه [5] از تصمیمات مهم شرکت‌ها به شمار می‌آید که بر ارزش شرکت‌ها اثر می گذارد. ساختار سرمایه شرکت، ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام آن است (ابور،۲۰۰۵). شناخت و بررسی فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازار سرمایه و همچنین شناخت نحوه‌ی تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در خصوص اتخاذ سیاست‌های تامین‌مالی مناسب جهت رفع نیازهای مالی شرکت‌ها، از مهم‌ترین موضوعات علمی

[1]- Tobins q
[2] - P/E
[3] - Abor
[4]- Debt policy
[5] - Capital structure

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

و دانشگاهی می‌باشد. توانائی شرکت‌ها در مشخص ساختن سیاست‌های مالی مناسب به منظور ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت‌ها به شمار می‌آید. لذا به طورکلی، به‌کارگیری سیاست‌های مالی برای سرمایه‌گذاری‌های سودآور و تامین‌مالی مناسب، در رشد شرکت‌ها نقش بسیار مهمی را ایفا می‌کند (دوگلاس[1]،۲۰۰۹).

تامین‌مالی و جریان وجه نقد

در حال حاضر تغییر در وجوه نقد عملیاتی به عنوان منبع و سرچشمه وجوه نقد شرکت ها، تاثیر بسزایی بر روی ساختار دارایی و سرمایه از جمله وجوه نقد نگهداری شده، سرمایه گذاری و تامین مالی خارجی دارد به گونه ای که افزایش در وجوه نقد شرکت ها، در کوتاه‌مدت موجب افزایش پس‌انداز و کاهش تامین‌مالی خارجی و در بلندمدت افزایش سرمایه‌گذاری و تامین مالی خارجی می گردد، زیرا شرکت ها از محل وجوه نقد نگهداری شده اقدام به سرمایه گذاری منطقی می‌نمایند، ولی به دلیل اینکه وجوه پس‌انداز شده برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری کفاف نمی کند، به ناچار دست به استقراض می‌زنند. علاوه بر این شرکت‌ها در کوتاه‌مدت یک بخش عمده‌ای از وجوه نقد نگهداری شده را به جای پرداخت سود سهام یا انجام مخارج سرمایه‌ای ترجیحاً به کاهش تامین مالی اختصاص می دهند، به گونه‌ای که کاهش تامین مالی خارجی در دوره جاری موجب افزایش ظرفیت تامین‌مالی آتی می‌شود، به همین دلیل شرکت‌ها در کوتاه‌مدت قبل از تخصیص دادن وجوه نقد برای پروژه ها و سرمایه گذاری های آتی اقدام به کاهش تامین مالی خارجی می‌نمایند (مولیناری، ۲۰۱۳).

تامین‌مالی از طریق بدهی و جریان وجوه نقد

باتوجه به هدف مدیریت مالی که افزایش ثروت سهام‌داران است، هدف از تعیین ساختار سرمایه، تعیین ترکیب منابع مالی به منظور حداکثر رساندن ثروت سهام‌داران است. ساختار سرمایه بهینه، ساختاری است که ارزش بازار شرکت را افزایش دهد. به طور حتم نیاز به تخصیص بهینه منابع مالی برای تمامی شخصیت های حقیقی و حقوقی، اعم از مدیریت بانک ها، بیمه ها، شرکت‌های سرمایه گذاری و سایر افرادی که به هر نحو در تصمیمات سرمایه گذاری فعال هستند امری حیاتی تلقی می‌شود. شرکت‌هایی که دارایی‌های نامشهود دارند نسبت به

[1] - Douglas

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

شـــرکت‌هایی که عمده دارایی آنها مشـــهود اســـت تمایل کم‌تری نســـبت به اســـتقراض دارند (فرانکیس[1] و همکاران،۲۰۰۴).

حساسیت جریان وجوه نقد

حساسیت جریان‌نقدی سرمایه‌گذاری به منزله یکی از مولفه‌های تصمیمات مالی مطرح است. چراکه توان سرمایه‌گذاری شرکت به‌گونه‌ای تحت تاثیر توان تامین‌مالی شرکت قرار دارد و در نتیجه نوعی تصمیم‌گیری مالی به شمار می‌رود (حسنی،۱۳۹۲).

مادامی که شـرکت‌ها توان تامین وجوه مورد نیاز خود را داشـته باشـند، در فرصـت‌های با سـودآوری مناسـب، سـرمایه‌گذاری خواهند کرد. سـوالی که در ادبیات مالی مطرح اسـت اینکه حساسیت مالی چگونه بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تاثیر خواهد داشت؟ به طور تجربی، در بازار سـرمایه تا جایی که بازده سـرمایه‌گذاری معادل هزینه سـرمایه شود، شرکت‌ها اقدام به سـرمایه‌گذاری می‌کنند (هایاشی[2]،۱۹۸۲). بر این اساس، مادامی که شرکت‌ها توان تامین وجوه مورد نیاز خود را داشـته باشند، درفرصت‌هایی با سودآوری مناسب، سرمایه‌گذاری خواهند کرد. در مواردی که حسـاسـیت مالی وجود داشـته و شـرکت‌ها با محدودیت‌های تامین‌مالی مواجه باشـند، سـرمایه‌گذاری‌ها نیز تحت تاثیر توان نقدینگی شـرکت قرار خواهند گرفت (فازاری[3] و همکاران،۱۹۸۸).

۳- پیشینه پژوهش

مولیناری (۲۰۱۳) ارزیابی مشـــترکی از اثر جریان‌های نقدی و اهرم‌مالی بر فرآیند رشـــد شرکت‌ها را انجام داد. وی نمونه‌ای شامل شرکت‌های ایتالیایی در طی دوره ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۳ را مورد بررسی قرار داد. وی به این نتیجه رسید که برای اهرم‌مالی یک آستانه وجود دارد بنابراین یک رابطه U شکل معکوس غیرخطی بین رشد و اهرم‌مالی وجود دارد. به این معنی که در ابتدا اسـتفاده از بدهی جهت تامین‌مالی اثر مثبت بر رشـد دارد اما اسـتفاده بیش از حد از بدهی اثر معکوس بر رشد خواهد داشت و موجب کاهش رشد می‌گردد.

---

[1]- Francis, et al.
[2]- Hayashi
[3]- Fazzari

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

فرانکلین[1] و موتاسامی[2](۲۰۱۱) به بررسی تاثیر اهرم بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداختند که در آن ۲۵ شرکت داروسازی هند از سال ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۹ به عنوان نمونه انتخاب گردیده بود. در این پژوهش شرکت‌ها به سه دسته شرکت‌های بزرگ، متوسط و کوچک تقسیم شده بودند. همچنین سه مدل تجربی(رگرسیون ترکیبی، اثر ثابت و اثر تصادفی) همزمان مورد استفاده قرار گرفته بودند. نتایج نشان داد که بین اهرم‌مالی و سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار مثبتی وجود دارد. همچنین دریافتند که جریان نقد و سودانباشته، نقش معناداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند.

یوماتلو[3] (۲۰۰۹) نیز به بررسی ارتباط اهرم‌مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های تولیدی بورس در کشور ترکیه پرداخته است. در این پژوهش از داده های تابلویی با روش اثرات ثابت برای تخمین مدل خطی چند متغیره استفاده شده است. نتایج نشان داد اهرم‌مالی تاثیر 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.

هوایجی[4] (۲۰۱۰) با انجام پژوهش بر روی ۱۶۸۶ شرکت چینی طی سال‌های ۱۹۹۲ الی ۲۰۰۹ به این نتیجه دست یافت که بین اهرم‌مالی و سرمایه‌گذاری رابطه منفی وجود دارد. آنها استدلال کردند که شرکت‌هایی با اهرم بالا حتی اگر فرصت‌های سودآوری پیش رو داشته باشند قادر به استفاده از آن فرصت‌ها نخواهند بود.

جرمیس[5] (۲۰۰۸) معتقد است که مطالعات قبلی تنها، تاثیر مستقیم بدهی‌ها بر عملکرد شرکت‌ها را بررسی کرده‌اند یعنی اینکه عملکرد نسبت بدهی به دارایی خالص، ممکن است وابسته به بعضی عوامل مثل شدت رقابت و راهکار تجارت باشد و به این نتیجه رسید، شدت رقابت بصورت منفی رابطه بین سطح بدهی و عملکرد شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

واروج[6] و همکاران (۲۰۰۵) به بررسی ارتباط بین اهرم و سرمایه‌گذاری پرداختند. آنها با جمع‌آوری و بررسی اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس کانادا از سال ۱۹۸۲ تا۱۹۹۹ به این نتیجه رسیدند که ارتباط منفی برای شرکت‌های با فرصت رشد کم‌تر نسبت به شرکت‌های با فرصت رشد بیشتر به طور با اهمیتی قوی‌تر است.

---

1 - Franklin
2 - Muthusamy
3 - Umutlu
4 - Huijie
5 - Jermais
6 - Varouj

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

آهن و همکاران[1] (۲۰۰۶) تاثیر اهرم‌مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های متنوع برای بورس لندن طی سال‌های ۱۹۹۷ الی ۱۹۸۲ را بررسی نمودند. نتایج حاکی از این است که اهرم‌مالی بر سرمایه‌گذاری تاثیری منفی دارد.

کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی پرداختند. نتایج حاصله نشان داد که شرکت‌های با محدودیت مالی، نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، از حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بالاتری برخوردارند و در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، بر جریان‌های نقدی داخلی تاکید بالایی می‌کنند.

نوروش و یزدانی (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین اهرم‌مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از وجود رابطه منفی بین اهرم‌مالی و سرمایه‌گذاری است و این رابطه برای شرکت‌هایی با فرصت رشد کم‌تر قوی‌تر است.

کاشانی‌پور ونقی نژاد (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۵، به بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت وجه نقد به جریان‌های نقدی، پرداختند. آنها نشان دادند که جریان‌های نقدی، تاثیر معناداری بر سطوح نگهداری وجه نقد نداشته و همچنین بین حساسیت وجه نقد به جریان‌های نقدی در شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی تفاوت معناداری وجود ندارد.

تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) به بررسی تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت تامین‌مالی بر سطوح سرمایه‌گذاری در ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۵ پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و سطوح بالای سرمایه‌گذاری، مستقیم و به لحاظ آماری معنی‌دار است.

بیگلر (۱۳۸۴) پژوهشی را با عنوان «بررسی ارتباط بین معیارهای ساختار سرمایه و ویژگی‌های عملکردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران» انجام داده‌اند. نتایج پژوهش بیانگر تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد مالی شرکت‌ها می‌باشد.

گواریگلیا[2] (۲۰۰۸) در پژوهشی رابطه محدودیت مالی داخلی، محدودیت مالی خارجی و اتخاذ تصمیمیات سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار داد. جامعه آماری مشتمل بر ۲۴۱۸۴ شرکت در طی سال‌های ۱۹۹۶ الی ۲۰۰۳ بوده است. نتایج نشان می‌دهد حساسیت

[1]-Ahn, et al.
[2] - Guariglia

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی به درجات مختلف محدودیت مالی داخلی و خارجی وابسته است. دیگر نتایج پژوهش نشان می‌دهد هنگامی که محدودیت‌های مالی خارجی بالاست و محدودیت‌های مالی داخلی پایین است حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی بالاتر است.

دوچین، ا زبس و سن سوی[1](۲۰۱۰)، به بررسی اثر بحران‌های مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته و دریافتند که با افزایش هزینه‌ی تامین‌مالی خارجی، شرکت‌ها برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی داخلی رو آورده و در نتیجه، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی داخلی افزایش می‌یابد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

- بین رشد و قرارگرفتن در معرض بدهی ارتباط غیر خطی به شکل معکوس U وجود دارد.
- اهرم‌مالی نشان دهنده محدودیت مالی است. شرکت‌های با محدودیت مالی حساسیت بالاتری به گردش وجوه نقد نشان می‌دهند.

۵- روش پژوهش

این پژوهش، از جهت همبستگی و روش شناسی پژوهش ، از نوع شبه‌تجربی و پس رویدادی در حوزه‌ی پژوهش های اثباتی حسابداری است که با اطلاعات واقعی صورت می‌گیرد. و چون می‌تواند در فرآیند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، لذا نوعی پژوهش کاربردی است. این پژوهش مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌ها است، که بر اساس الزام استانداردهای حسابداری ایران شرکت‌ها موظف به ارائه این اطلاعات به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی می‌باشند. در این پژوهش با برداشت مستقیم داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی، پایگاه داده‌ای تدبیر پرداز و سایت سازمان بورس، مجموع داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیات فراهم آمده است. تجزیه‌وتحلیل داده ها و آزمون فرضیات با استفاده از نرم‌افزار Eviews6 و Stata11 انجام شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱ می‌باشد.

نمونه شامل شرکت‌هایی است که شرایط زیر را دارا باشند:

[1] - Duchin,Ozbas,Sensoy

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

۱- جهت قابل مقایسه بودن و جلوگیری از ناهمگونی، شرکت هایی انتخاب می شوند که سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند بوده و در فاصله سال های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱ تغییر سال مالی نداده باشند.
۲- قیمت سهام آنها در پایان هرکدام از سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱ مشخص باشد.
۳- اطلاعات مالی آنها قابل دسترسی باشد.
۴- قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس پذیرفته شده باشند.
۵- در کلیه سال‌های مورد رسیدگی از طریق بدهی تامین‌مالی داشته باشند.
۶- به منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت ها از نوع تولیدی باشند و از شرکت های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشند.

با توجه به ویژگی ها و محدودیت های ذکر شده، نمونه حاصل شامل ۸۸ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ذکر شده می باشد. با توجه به اینکه داده‌ها به صورت سال- شرکت می‌باشند، تعداد داده‌ها برابر ۵۲۸ می‌باشد.

در این مطالعه جهت بررسی جریان نقدی با استفاده از بررسی گواریگلیا[1](۲۰۰۸) مدل (۱) مورد استفاده قرار می‌گیرد:

$$GROWTH_{(i,t)} = \beta_0 + \beta_1 GROWTH_{i,t-1} + \beta_2 SCF_{i,t-1\ 1} + \epsilon_{i,t} \qquad (۱)$$

در مدل مذکور نرخ رشد به شیوه زیر محاسبه شده است:

$$\text{Firm growth rate}: GROWTH_{(i,t)} = \ln(SIZE_{i,t}) - \ln(SIZE_{i,t-1}) \qquad (۲)$$

که در آن:

GROWTH: از رشد فروش شرکت به عنوان شاخص جایگزین رشد استفاده می‌شود.

SCF: بیانگر جریان‌نقدی شرکت می‌باشد.

در ابتدا جهت بررسی فرضیه تحقیق مدل مشابهی با اضافه کردن اهرم‌مالی (LEV)به عنوان متغیر توضیحی تخمین زده خواهد شد و سپس با اعتقاد بر امکان وجود نوعی رابطه U شکل معکوس میان رشد و بدهی، عبارت LEV^2 به منظور به دست آوردن تمام معادلات غیرخطی به الگوی مذکور اضافه می‌شود. اهرم‌مالی می‌تواند بر رشد تاثیرگذار باشد. امروزه اهرم‌مالی نشان دهنده معنای اولیه تامین مالی خارجی است و به همین دلیل باید بتواند زمینه‌های گسترش شرکت‌ها را فراهم آورده و در نهایت رشد اقتصادی آنها را افزایش دهد با این وجود همواره یک آستانه بحرانی وجود دارد که با افزایش میزان بدهی شرکت فرای آن آستانه ممکن است به دلیل وجود این بدهی‌ها و تاثیرات نقدینگی که به عنوان مانعی بر سر راه

[1] - Guariglia

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

رشد اقتصادی عمل می‌کند تاثیرات منفی را به دنبال داشته باشد که به معنای وجود یک رابطه به صورت U معکوس است.در نتیجه رابطه ۳ حاصل می‌شود که فرضیه اول مطالعه از طریق آن آزمون می‌شود:

$$GROWTH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GROWTH_{i,t-1} + \beta_2 SCF_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 LEV^2_{i,t-1} + SIZE_{i,t-1} + \epsilon_{i.} \quad (۳)$$

در رابطه (۳) درصورتی‌که :

$\beta_3>0$ و $\beta_4<0$ باشد، اثر غیر خطی قوی‌تر از اثر خطی می‌باشد و در نتیجه LEV در ابتدا اثر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد اما کم‌کم همین اثر برای شرکت‌هایی که تا حد زیادی مقروض می‌باشند جنبه منفی پیدا می‌کند.

به منظور آزمون فرضیه دوم عبارات زیر جهت اندازه‌گیری تاثیر میزان بالای نسبت اهرم‌مالی شرکت بر حساسیت جریان‌نقدی داخلی به مدل اضافه می‌شود و در نتیجه رابطه (۳) به رابطه(۴) تبدیل می‌شود :

$(SCF\times LowLEV)_{i,t-1}$
$(SCF\times HighLEV)_{i,t-1}$

$$GROWTH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GROWTH_{i,t} + \beta_2 (SCF\times HighLEV)_{i,t-1} + \beta_3 (SCF\times LowLEV)_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 LEV^2_{i,t-1} + SIZE_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (۴)$$

در رابطه (۴) درصورتی‌که :

$\beta_2>\beta_3$ باشد نشان دهنده این است که تاثیرات نهایی جریان‌نقدی بر رشد با اهرم‌مالی افزایش می‌یابد. پژوهش های مولیناری (۲۰۱۳) نشان می‌دهد که اکثر شرکت‌ها با روند صعودی اهرم‌مالی روبه‌رو بوده‌اند و رشد بیشتر آنها نسبت به جریان‌نقدی حساسیت نشان می‌دهد.

متغیرهای مستقل مورد استفاده در این پژوهش عبارت‌اند از :

-اهرم‌مالی (LEV): اهرم‌مالی، برابر است با نسبت بدهی‌های بلندمدت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

-رشد فروش شرکت در سال t-1 ($GROWTH_{t-1}$): رشد فروش از نسبت ارزش بازار سرمایه به ارزش دفتری آن محاسبه می‌شود.

-جریان‌نقدی شرکت(SCF): جریان‌نقدی شرکت به‌طور مستقیم از صورت‌های مالی استخراج می‌گردد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

متغیر وابسته عبارت است از رشد فروش شرکت[1] که رشد فروش از نسبت ارزش بازار سرمایه به ارزش دفتری آن محاسبه می‌شود و متغیر کنترل عبارت است از اندازه شرکت (Size) که اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی فروش خالص محاسبه شده است.

۶- یافته‌های پژوهش

فرضیه‌های مطالعه با استفاده از تکنیک پنل پویا مبتنی بر روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) آزمون می‌شوند. در معادلاتی که در تخمین آنها اثرات غیر قابل مشاهده خاص هر شرکت و وجود وقفه متغیر وابسته در متغیرهای توضیحی مشکل اساسی است از تخمین‌زن گشتاور تعمیم‌یافته، که مبتنی بر مدل‌های پویای پانلی است استفاده می‌شود. استفاده از این روش طبق روش حداقل مربعات معمولی (OLS) باعث بهبود و کارایی نتایج خواهد شد. جهت آزمون فرضیه اول از معادله غیرخطی (۳) استفاده می‌شود.

در ابتدا لازم است اعتبار و سازگاری متغیرهای ابزاری به‌کار رفته در مدل تعیین شود. سازگاری تخمین‌زننده GMM به معتبر بودن فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد که می‌تواند به‌وسیله دو آزمون سارگان که معتبر بودن ابزارها را آزمون می‌کند و برای تعیین هر نوع همبستگی بین ابزارها و خطاها به کار برده می‌شود و آماره M_2 که وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطای تفاضلی مرتبه اول را آزمون می‌کند، انجام شود. برای این که ابزارها معتبر باشند، باید بین ابزارها و جملات خطا همبستگی وجود نداشته باشد. فرض صفر در آزمون‌ها نشان دهنده معتبر بودن ابزارها و عدم وجود خودهمبستگی سریالی می‌باشد.

نتایج آزمون سارگان در جدول۱ نشان داده شده است. لازم به توضیح است که آزمون سارگان از محدودیت‌های بیش تعیین شده است و برای تعیین هر نوع همبستگی بین ابزارها و خطاها به کار برده می‌شود. برای این که ابزارها معتبر باشند، باید بین ابزارها و جملات خطا همبستگی وجود نداشته باشد. فرضیه صفر برای این آزمون این است که ابزار تا آن جا معتبر هستند که با خطاها در معادله تفاضلی مرتبه اول همبسته نباشند. عدم رد فرضیه صفر می‌تواند شواهدی را دال بر مناسب بودن ابزار فراهم آورد.

[1] - Growth

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

جدول(۱): نتایج آزمون سارگان (اعتبار ابزارها)

آزمون	مقدار آماره	p-value
سارگان(Sargan)	۱۸/۸	۰/۱۷

منبع: محاسبات پژوهشگر

همانطور که در جدول۱ مشاهده می شود مقدار p-value آزمون سارگان برابر ۰/۱۷ می باشد و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر آزمون (معتبر بودن ابزارها) پذیرفته می شود و می‌توان گفت که متغیرهای ابزاری استفاده شده در این مدل مناسب هستند. نتایج دو آزمون همبستگی مرتبه اول و دوم در جدول (۲) نشان داده شده است.

جدول(۲): نتایج آزمون همبستگی سریالی و اعتبار ابزارها

آزمون	مقدار آماره	p-value
همبستگی سریالی مرتبه اول (First-orderS.C.)	-۰/۸٦	۰/۳۹
همبستگی سریالی مرتبه دوم (Second-orderS.C.)	-۰/۱۵	۰/۸۸

منبع: محاسبات پژوهشگر

همانطور که در جدول۲مشاهده می‌شود با توجه به مقدار p-value آماره آزمون همبستگی سریالی مرتبه اول و دوم که بیشتر از ۰/۰۵ است، نتیجه می‌شود فرض صفر (جملات خطا در رگرسیون تفاضلی مرتبه اول همبستگی سریالی مرتبه دوم را نشان نمی‌دهند) پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد همبستگی سریالی مرتبه اول و دوم وجود ندارد.

نتایج حاصل از تجزیه‌وتحلیل داده‌ها و برآورد مدل (۱) در جدول۳ منعکس می‌شود.

جدول(۳): نتایج تجزیه‌وتحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره z	p-value
متغیر ثابت	β_0	۱٦/۵۹	۱/۳٤	۱۲/٤۱	۰/۰۰
۲رشد فروش شرکت در سال (t-1)	$GROWTH_{(t-1)}$	۰/۱۳	۰/۰٦	۲/۰۷	۰/۰٤
جریان‌نقدی شرکت در سال (t-1)	$SCF_{(t-1)}$	۰/۰۸	۰/۰۲	۳/٦۸	۰/۰۰

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره z	p-value
اهرم مالی در سال (t-1)	$LEV_{(t-1)}$	٤/٨٨	۱/۵۸	۳/۰۹	۰/۰۰
مجذور اهرم مالی در سال (t-1)	$LEV^2_{(t-1)}$	-۲/٦۳	۱/۳۹	-۱/۸۹	۰/۰٤۹
اندازه شرکت در سال (t-1)	$SIZE_{(t-1)}$	-۱/۰۹	۰/۱۱	-۹/۹۰	۰/۰۰
R-squared			۰,۷٤	Adjusted R-squared	۰,٦۷

منبع: محاسبات پژوهشگر

با توجه به جدول ۳ و مقدار p-value آماره t برای متغیر رشد با یک وقفه ($GROWTH_{t(-1)}$) که برابر۰/۰۴ و کم‌تر از سطح خطای۰/۰۵ است ($p\text{-value} \leq 0.05$)، نتیجه می‌شود متغیر رشد با یک وقفه معنی‌دار است که نشان دهنده پویایی رشد در طی زمان است، و با توجه به اینکه ضریب این متغیر مثبت می باشد، رشد در دوره جاری به دوره بعد نیز افزایش می‌یابد. مقدار p-value آماره t برای دو متغیر اهرم‌مالی با یک وقفه $LEV_{(t-1)}$ و توان دو اهرم‌مالی با یک وقفه (LEV^2_{t-1}) کم‌تر از سطح خطای۰/۰۵ است که نتیجه می‌شود بین اهرم‌مالی با یک وقفه و رشد رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین با توجه به اینکه ضریب متغیر اهرم مالی با یک وقفه مثبت، و ضریب متغیر توان دوم اهرم‌مالی با یک وقفه منفی می‌باشد نتیجه می‌شود اهرم‌مالی در ابتدا اثر مثبتی بر رشد دارد اما در طول زمان این اثر جنبه منفی پیدا می کند و بین رشد و قرارگرفتن در معرض بدهی ارتباط غیرخطی به شکل معکوس U وجود دارد. در نتیجه فرضیه اول پذیرفته می‌شود. همانطورکه پیشتر گفته شده بود مولیناری (۲۰۱۳) نیز نتایج مشابهی را به دست آورده بود. وی ارزیابی مشترکی از اثر جریان های نقدی و اهرم‌مالی بر فرآیند رشد شرکت‌ها را انجام داد و با بررسی و مطالعه نمونه‌ای شامل شرکت‌های ایتالیایی در طی دوره ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۳، به این نتیجه رسید که برای اهرم‌مالی یک آستانه وجود دارد بنابراین یک رابطه U شکل معکوس غیرخطی بین رشد و اهرم‌مالی وجود دارد. به این معنی که در ابتدا استفاده از بدهی جهت تامین مالی اثر مثبت بر رشد دارد اما استفاده بیش از حد از بدهی اثر معکوس بر رشد خواهد داشت و موجب کاهش رشد می گردد. مطالعه کریمی و همکاران (۱۳۸۹) نیز نشان داد که بین اهرم‌مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه منفی معنی دار وجود دارد. نتایج بررسی های لی جیمینگ و همکاران[1](۲۰۱۰) که درباره رابطه

[1]. Li Jiming ,et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

تامین‌مالی از طریق بدهی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکتی با استفاده از اطلاعات ۶۰ شرکت چینی طی سال‌های ۲۰۰۶ الی ۲۰۰۸ انجام شده بود نشان داد در شرکت‌هایی با رشد بالا و شرکت‌هایی با رشد کم رابطه منفی معناداری بین اهرم‌مالی و سرمایه‌گذاری وجود دارد. اما در شرکت هایی با رشد متوسط این رابطه مثبت است. مطالعه سینایی و نیسی (۱۳۸۲) نیز که بر روی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۱ الی ۱۳۸۰ انجام شده بود نشان داد که بین اندازه و اهرم‌مالی تنها در بعضی از صنایع رابطه وجود دارد.

مقدار p-value آماره t برای متغیرهای جریان نقدی با یک وقفه برابر ۰/۰۰ و کم تر از سطح خطای ۰/۰۵ است در نتیجه بین وقفه جریان نقدی و رشد رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین ضریب مثبت این متغیر نشان دهنده تأثیر مثبت وقفه جریان‌نقدی بر رشد می‌باشد و افزایش یک درصدی جریان نقدی، باعث افزایش ۰/۰۸ درصدی رشد فروش شرکت می شود. متغیر اندازه شرکت با یک وقفه اثر منفی و معنی داری بر رشد دارد، بطوریکه با افزایش اندازه شرکت، رشد فروش شرکت کاهش پیدا می کند. مقدار R^2 تعدیل شده مدل برابر۰/۶۷ می‌باشد، که نشان می دهد ۶۷ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود؛ به عبارت دیگر ۶۷ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد.

جهت آزمون فرضیه دوم از معادله غیرخطی (۴) استفاده می‌شود.

در ابتدا لازم است اعتبار و سازگاری متغیرهای ابزاری به کار رفته در مدل تعیین شود. نتایج آزمون سارگان در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول(۴): نتایج آزمون سارگان (اعتبار ابزارها)

آزمون	مقدار آماره	p-value
سارگان(Sargan)	۲۳/۸	۰/۰۹

منبع: محاسبات پژوهشگر

همانطور که در جدول۴ مشاهده می‌شود مقدار p-value آزمون سارگان برابر ۰/۰۹ می‌باشد و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر آزمون (معتبر بودن ابزارها) پذیرفته می‌شود و می‌توان گفت که متغیرهای ابزاری استفاده شده در این مدل مناسب هستند. نتایج دو آزمون همبستگی مرتبه اول و دوم در جدول ۵ نشان داده شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

جدول(۵): نتایج آزمون همبستگی سریالی و اعتبار ابزارها

آزمون	مقدار آماره	p-value
همبستگی سریالی مرتبه اول (First-orderS.C.)	۲/۱۸	۰/۰۳
همبستگی سریالی مرتبه دوم (Second-orderS.C.)	-۱/۹۱	۰/۰۶

منبع: محاسبات پژوهشگر

همانطور که در جدول۵ مشاهده می‌شود با توجه به مقدار p-value آماره آزمون همبستگی سریالی مرتبه دوم که بیشتر از ۰/۰۵ است، نتیجه می‌شود فرض صفر (جملات خطا در رگرسیون تفاضلی مرتبه اول همبستگی سریالی مرتبه دوم را نشان نمی‌دهند) پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد همبستگی سریالی مرتبه دوم وجود ندارد.

نتایج حاصل از تجزیه‌وتحلیل داده‌ها و برآورد مدل (۲) در جدول۶ منعکس می‌شود.

جدول(۶): نتایج تجزیه‌وتحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره z	p-value
β_0	۰/۷۲	۱/۳۳	۰/۵٤	۰/۵۹
$GROWTH_{(t-1)}$	۰/۵٤	۰/۰۳	۱٦/٤۸	۰/۰۰
$SCF_{(-1)}*HIGHLEV_{(t-1)}$	۰/۱٦	۰/۰٦	۲/۷۱	۰/۰۱
$SCF_{(-1)}*LOWLEV_{(t-1)}$	۰/۰۹	۰/۰٤	۲/۵۸	۰/۰۱
$LEV_{(t-1)}$	۷/۰۰	۲/٦٤	۲/٦۵	۰/۰۱
$LEV_{(t-1)}^2$	-۵/۰۳	۲/۰٤	-۲/٤۷	۰/۰۱
$SIZE_{(t-1)}$	-۰/۱٤	۰/۰۷	-۱/۹٦	۰/۰۵
R-squared		۰/٤۳	Adjusted R-squared	۰,٤۲

منبع: محاسبات پژوهشگر

با توجه به جدول ۶ و مقدار p-value آماره t برای متغیر رشد با یک وقفه ($GROWTH_{t(-1)}$) که برابر ۰/۰۰ و کم‌تر از سطح خطای ۰,۰۵ است ($p\text{-value} \leq 0.05$)، نتیجه می‌شود متغیر رشد با یک وقفه معنی‌دار است که نشان دهنده پویایی رشد در طی زمان است، و با توجه به اینکه ضریب این متغیر مثبت می باشد، رشد در دوره جاری به دوره بعد نیز

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

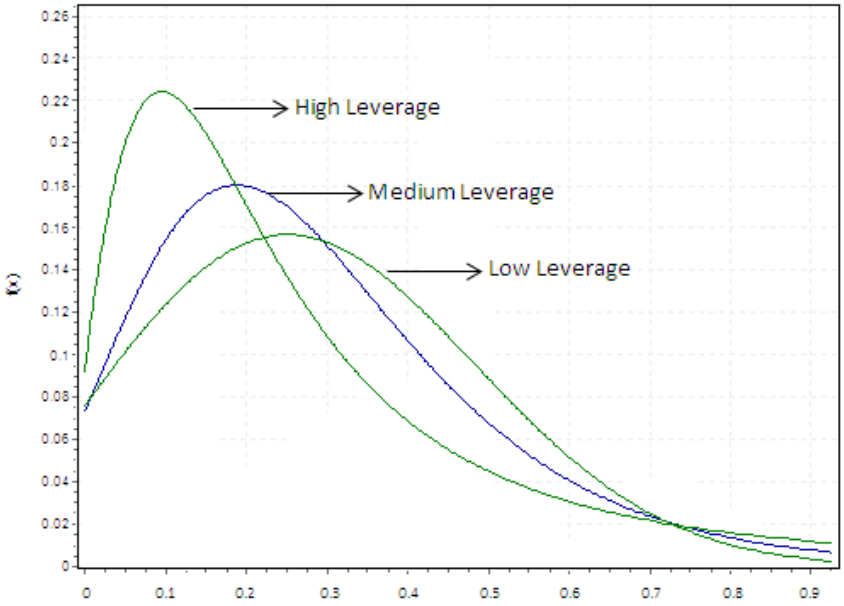
افزایش می یابد. مقدار p-value آماره t برای دو متغیر $SCF_{(t-1)}$*$HIGHLEV_{(t-1)}$ و $SCF_{(t-1)}$*$LOWLEV_{(t-1)}$ که هر دو برابر ۰/۰۱ و کم‌تر از سطح خطای۰/۰۵ می‌باشند (p-value ≤ 0.05)، نتیجه می‌شود اهرم‌مالی شرکت بر حساسیت جریان‌نقدی تأثیر دارد. همچنین با توجه به اینکه ضریب متغیر $SCF_{(t-1)}$*$HIGHLEV_{(t-1)}$ بیشتر از ضریب متغیر $SCF_{(t-1)}$*$LOWLEV_{(t-1)}$ می‌باشد، می‌توان تاثیر میزان بالای نسبت اهرم‌مالی شرکت بر حساسیت جریان‌نقدی داخلی را نتیجه گرفت، و این تاثیرات نهایی جریان‌نقدی بر رشد را با اهرم‌مالی افزایش می‌دهد. یا به عبارت دیگر اکثر شرکت‌ها با روند صعودی اهرم‌مالی روبه‌رو بوده‌اند و رشد بیشتر آنها نسبت به جریان‌نقدی حساسیت نشان می‌دهد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود و اهرم‌مالی نشان دهنده محدودیت مالی است. شرکت‌های با محدودیت مالی حساسیت بالاتری به گردش وجوه نقد نشان می‌دهند.

با توجه به مقدار p-value آماره t برای متغیر اهرم‌مالی با یک وقفه که برابر ۰/۰۱ و کم‌تر از سطح خطای ۰/۰۵ است، نتیجه می‌شود اهرم‌مالی با رشد فروش شرکت رابطه معنی داری دارد و همچنین ضریب مثبت این متغیر نشان دهنده تأثیر مثبت آن بر رشد می‌باشد. اما با توجه به اینکه توان دوم متغیر اهرم‌مالی با یک وقفه منفی و معنی‌دار می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت اهرم‌مالی در ابتدا یک رابطه مثبت با رشد دارد و با گذشت زمان این رابطه معکوس می‌شود و با افزایش زیاد اهرم‌مالی رشد کاهش پیدا می‌کند. بررسی‌های موین[1] (۲۰۰۴) نیز که با استفاده از اطلاعات شرکت های آمریکایی برای دوره زمانی ۱۹۸۷ الی ۲۰۰۱ انجام شد و به بررسی رابطه محدودیت‌های مالی و جریان‌های نقدی – سرمایه‌گذاری پرداخته بود نشان داد که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر از شرکت های بدون محدودیت مالی است. بررسی های کریمی و صادقی(۱۳۸۸) نیز حاکی از افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در قبال افزایش محدودیت‌های مالی خارجی و نیز افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در قبال کاهش محدودیت‌های مالی داخلی بود. گئورگ و همکاران[2] (۲۰۰۸) نیز در پژوهش خود با انتخاب نمونه‌ای شامل ۳۳۹ شرکت هندی در دوره زمانی ۱۹۹۵ الی ۲۰۰۰ نشان دادند که محدودیت‌های مالی شامل گروه تجاری، ساختار مالکیت، اندازه شرکت و عمر شرکت بر حساسیت جریان‌های نقدی- سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار بمبئی تاثیرگذار هستند.

[1] -Moyen
[2] -George, et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

مقدار R^2 تعدیل شده مدل برابر۰/۴۲ می‌باشد، که نشان می‌دهد ۴۲ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود؛ به عبارت دیگر ۴۲ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد. نمودار زیر تابع چگالی متغیر SCF را به ازای سه مقدار مختلف اهرم‌مالی نشان می‌دهد. شرکت‌هایی با اهرم‌مالی پایین، آنهایی هستند که در چارک اول واقع شده اند، اهرم‌مالی متوسط آنهایی که در چارک دوم، و اهرم‌مالی بالا شرکت‌هایی که در چارک سوم واقع شده اند، می‌باشند.



شکل۱- توزیع SCF با شرط Leverage

همانطور که مشاهده می‌شود شکل(۱) نتایج فرضیه را نیز تأیید می‌کند و می‌توان تاثیر میزان بالای نسبت اهرم‌مالی شرکت بر حساسیت جریان‌نقدی داخلی را نتیجه گرفت، و این تاثیرات نهایی جریان نقدی بر رشد را با اهرم مالی افزایش می دهد. یا به عبارت دیگر اکثر شرکت‌ها با روند صعودی اهرم‌مالی روبه‌رو بوده‌اند و رشد بیشتر آنها نسبت به جریان‌نقدی حساسیت نشان می‌دهد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

۷- نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر یک چارچوب یکپارچه به منظور ارزیابی مشترک بر روی حساسیت جریان وجوه نقد و رابطه رشد و بدهی در سطح شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارائه گردید و از دو طریق توانست با مطالعات از پیش صورت گرفته ارتباط برقرار کند:

- از طریق ارزیابی و توصیف آشکار پیوند مالی پیچیده و غیرخطی میان ساختار مالی و رشد شرکت پرداخت.
- از طریق بررسی میزان حساسیت‌پذیری جریانات مالی

نتایج نشان داد میزان محدودیت‌های مالی با اهرم‌مالی افزایش می‌یابد و بنابراین شرکت‌های مقروض حساسیت بالاتری را نسبت به جریانات نقدی نشان می‌دهند. در مجموع شرکت‌های ورشکسته به شدت مقروض بوده و جریان‌نقدینگی ضعیفی دارند. این کمبود در جریان‌نقدی شرکت‌ها نقش ارتباط دهنده داشته و توضیح می‌دهد که چرا آن‌ها نسبت به وجوه داخلی حساسیت زیادی را نشان می‌دهند. با توجه به نتایج حاصل از پژوهش صورت گرفته پیشنهادهای کاربردی و پژوهشی به شرح زیر ارائه می‌گردد.

- نتایج پژوهش نشان دهنده اثر منفی بدهی و استقراض بیش از حد بر فرآیند رشد شرکت می‌باشد.بنابراین کنترل حد آستانه بدهی می‌تواند از سقوط و ورشکستگی شرکت‌ها جلوگیری نماید.
- چنانچه بیان گردید بدهی بیش‌ازاندازه می‌تواند سرمایه‌گذاری کم را توجیه کند و این موضوع تاثیر منفی بر رشد شرکت خواهد داشت.بنابراین کنترل رفتار و تصمیمات مدیران و بررسی و کنترل ساختار مالی شرکت می‌تواند در جلوگیری از هدررفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری بسیار حائز اهمیت باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

منابع:

۱- امیری، هـادی و محمـدی خرزوقی، هاجر. (۱۳۹۱). تحلیل ارتباط بین تامین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره۱۶، صص۶۱-۸۱.

۲- انصـاری، عبدالمهدی و کریمی، محسـن. (۱۳۸۷). بررسـی معیارهای مالی ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سـهامداران با تأکید بر معیارهای اقتصادی، حسابدار، شماره ۲۰۰، صص ۱۱-۳ .

۳- انواری رسـتمی، علی اصـغر، تهرانی، رضـا و حسـن، سـراجی. (۱۳۸۳). بررسی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصـادی، سـود قبل از بهره و مالیات و جریان‌های نقدی فعالیت‌های عملیاتی با ارزش بازار سـهام شـرکت‌های پذیرفته شـده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسـی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۷، ، ص‌ص ۲۱-۳

۴- ایزدی نیا، ناصـر و رسـاییان، امیر. (۱۳۸۸). بررسی رابطه اهرم مالی و نقد شوندگی دارایی‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۲۰، صص ۱۸-۴۱.

۵- بیگلر، کیومرث. (۱۳۸۴). بررسی ارتباط بین معیارهای سـاختار سـرمایه و ویژگـی‌های عملکردی شرکت‌های پذیرفتـه شـده در بـورس اوراق بهـادار تهـران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

۶- تهرانی، رضـا و حصـارزاده، رضا (۱۳۸۸). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، مجله تحقیقات حـسابداری.

۷- حسـنی، محمد. (۱۳۹۲). مطالعه تجربی رابطه بین حسـاسـیت جریان‌نقد سـرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری حسـابداری (دیدگاه قراردادهای کارآ یا دیدگاه تحریف سیستم‌های اطلاعاتی). بررسی‌های حسابداری حسابرسی، ۳: ۵۹-۸۴.

۸- دلاوری، جواد. (۱۳۷۷). بررسـی تاثیر تامین مالی بر روی نسـبت بازدهی حقوق صـاحبان سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار، پایان‌نامه کارشناسی ارشد ، دانشگاه تربیت مدرس.

۹- رهنمای رودپشتی، فریدون(۱۳۸۸). هزینه یابی بر مبنای فعالیت/مدیریت بر مبنای فعالیت، تهران، انتشارات ترمه.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

۱۰- سینایی، حسنعلی، نیسی، عبدالحسین. (۱۳۸۲). بررسی عوامل موثر بر اندازه استفاده از اهرم مالی در شرکت‌های سهامی عام. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۴، صص ۱۲۹-۱۴۸.

۱۱- کاشانی‌پور، محمد و نقی نژاد، بیژن. (۱۳۸۸). بررسی اثرمحدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان‌نقدی وجه نقد. تحقیقات حسابداری، شماره۲،صص۷۲-۹۳.

۱۲- کاشانی پور، محمد، راسخی، سعید، نقی نژاد، بیژن و رضاییان، امیر. (۱۳۸۹). محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهدار تهران. مجله پیشرفت‌های حسابداری (دانشگاه شیراز)، شماره۲، صص۵۱-۷۴.

۱۳- کریمی فرزاد و صادقی، محسن. (۱۳۸۸). محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی و رابطه آن با سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۴، صص ۴۳-۵۸.

۱۴- کریمی فرزاد، اخلاقی حسنعلی، رضایی مهر فاطمه. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر اهرم‌مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۸، صص ۶۰-۷۴.

۱۵- گوینده، کمال (۱۳۸۶). مقایسه محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده در رابطه با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه شیراز.

۱۶- ملانظری، مهناز، حجازی، رضوان و صحرایی، محمد. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین روش‌های تامین‌مالی (منابع برون‌سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، صص ۶۶-۸۴.

۱۷- ملکیان، اسفندیار و اصغری، جعفر. (۱۳۸۵). مطالعه رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و نرخ بازده دارایی‌ها در راستای ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار ایران، مجله بورس، شماره ۵۵-۵۴، صص ۳۳- ۲۴.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

۱۸- نخجوانی، سید احمد. (۱۳۸۰). انحراف پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران، مجله بورس، شماره ۳۷.

۱۹- نوروش، ایرج و یزدانی، سجاد. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش های حسابداری مالی،شماره ۲، صص ۳۵-۴۸.

20- Abor, Joshua. 2005. The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. Journal Of Risk Finance, 6: 438-445

21- Abor, Joshua. 2007. Debet Policy and Performance of SMEs. Journal Of Risk Finance, 8: 364-379.

22- Ahn S, Denis D, Denis D. 2006. Leverage and investment in diversified firms. Journal of financial Economics, 79:317-337.

23- Carpenter E, Petersen C. 2002. Is the growth of small firms constrained by internal finance? The Review of Economics and Statistics. MIT Press, 84:298–309.

24- Duchin R, Ozbas O, Sensoy A. 2010. Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. Journal of Financial Economics, 97: 418-435.

25- Douglas, Alan S. 2009. Interactions between Corporate Agency Conflicts. The Financial Review, 44: 151-178.

26- Fama F, French R. 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. Journal of Financial Economics, 33: 3-56.

27- Fazzari S, Hubbard R, Petersen B. 1988. Financing constraints and corporate investment.

28- Francis J, LaFond R, Olsson P, Schipper K. 2004. Costs of equity and earnings attributes. The Accounting Review, 79:967-1010.

29- Franklin S, Muthusamy K. 2011. Impact of leverage on firms investment decision. International Journal of Scientific and Engineering Research, 2:14-28.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

30- George R, Kabir R, Qian J. 2011. Investment–cash flow sensitivity and financing constraints: New evidence from Indian business group firms. Journal of Multinational Financial Management, 21: 69-88.
31- Guariglia A. 2008. Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: evidence from a panel of UK firms. Journal of Banking & Finance, 32: 1795-1809.
32- Hayashi F.1982. Tobin's Marginal Q and Average Q: A Neoclassical Interpretation. Econometrica, 50: 213-224.
33- 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.
34- Jiming L, Chengqin Sh, and ZhaoHua W. 2010. The Impact of Debt Financing on Firm Investment Behavior: Evidence from China. International Journal of Digital Content Technology & its Applications, 4: 17-26.
35- Molinari M. 2013. Joint analysis of the non-linear debt–growth nexus and cash-flow sensitivity: New evidence from Italy. Structural Change and Economic Dynamics, 24: 34-44.
36- Moyen N. 2004. Investment–cash flow sensitivities: constrained versus unconstrained firms. The Journal of finance, 59: 2061-2092.
37- Richardson S, Sloan R.. 2003. External financing and future stock returns, available at : http://d1c25a6gwz7q5e.cloudfront.net/papers/1231.pdf
38- Schoubben F, Van Hulle C. 2007. The impact of growth opportunities on the investment-cash flow sensitivity. Available at SSRN 1101685.
39- Umutlu M. 2009. Firm leverage and investment decisions in an emerging market. Springer Science&Business Media B.V.
40- Varouj A, Ying G, Jiaping Q. 2005. The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. Journal of Corporate Finance, 11: 277-291.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]