

## تأثیر فرصت های سرمایه گذاری و جریان های نقدی آزاد بر نسبت بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فریدون رهنمای رودپشتی، سمانه فتح علیان\*، ستاره رضی کاظمی، شهرزاد کاشانی تبار

استاد دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات و دبیر کل انجمن مهندسی مالی، دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد واحد رشت، دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد رشت، مدیریت مالی دانشگاه آزاد رشت، دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد رشت

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و جریان های نقدی آزاد و با نسبت بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اطلاعات مورد نیاز در این مقاله با انتخاب ۸۰ شرکت از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی پنج ساله ۱۳۸۱ الی ۱۳۹۱ جمع آوری شده است. برای تجزیه و تحلیل آماری داده ها و آزمون فرضیه های پژوهش، از آزمون t، رگرسیون خطی و تحلیل عاملی استفاده شده است. نتایج نشان می دهد بین جریان های نقدی آزاد و نسبت بدهی شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد، اما بین فرصت های سرمایه گذاری و نسبت بدهی در شرکت، رابطه معنادار وجود ندارد.

واژه های کلیدی: جریانهای نقدی آزاد، فرصتهای سرمایه گذاری، نسبت بدهی

**۱- مقدمه:**

رشد و توسعه شرکت های سهامی در گذر زمان به پیدایش و فزونی قشری از صاحبان سرمایه انجامید که در اداره شرکت ها مشارکت مستقیم نداشته و از طریق انتخاب هیئت مدیره، امور شرکت را هدایت و بر آن نظارت می کردند. این تحول جدید، گروه تازه ای از مدیران حرفه ای را پدید آورد که در سرمایه مؤسساتی که اداره می کردند، سهمی ناچیز داشته و یا سهمی نداشتند و بدین ترتیب مدیریت مؤسسات از مالکیت سرمایه آن ها تفکیک شد (ستایش و همکار، ۱۳۸۷). جدایی مدیریت از مالکیت، موجب ایجاد تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و پیدایش مسئله تئوری نمایندگی شد. تئوری نمایندگی که مالکیت و کنترل را در شرکت ها از یکدیگر جدا میکند، باعث ایجاد تضاد منافع بین مدیران و سهامداران شرکت ها می شود (جنسن، ۱۹۸۶).

تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به ویژه هنگامی شدید است که شرکت، جریان های نقدی آزاد بااهمیتی ایجاد می کند. جنسن، جریان های نقدی آزاد را چنین تعریف میکند: وجه نقد مازاد بر نیاز سرمایه گذاری همه پروژه هایی که خالص ارزش فعلی مثبت دارند. از نظر وی، افزایش بدهی ها مشکلات نمایندگی و تضاد منافع ناشی از جریان های نقدی آزاد با اهمیت را، کاهش می دهد، این مسئله به ویژه برای شرکت هایی مهم است که علاوه بر جریان های نقدی آزاد بالا، فرصت های سرمایه گذاری کمی دارند (محمود آبادی و همکاران، ۱۳۹۲).

**۲- مبانی نظری****۲-۱- جریان های نقدی**

جریان های ورود و خروج وجه نقد یک واحد تجاری جزء اساسی ترین رویدادهایی است که شالوده بسیاری از تصمیم گیری ها و قضاوت های سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان درباره آن واحد می باشد. سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان تمایل دارند در شرکت هایی سرمایه گذاری نمایند که جریان نقد آزاد بالایی داشته باشد؛ زیرا یکی از ابزارهای ارزیابی قدرت بازپرداخت بدهی و تعیین انعطاف پذیری مالی شرکت ها، شاخص جریان نقد آزاد می باشد (دارایی و همکاران، ۱۳۹۲).

جریان نقد آزاد به مدیران اجازه می دهد تا فرصت هایی را جست و جو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحویل های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی ها امکان پذیر نیست. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود. فرضیه جریان های نقدی آزاد در سال ۱۹۸۶ توسط جنسن معرفی گردید. طبق این فرضیه، مدیران شرکت با جریان های نقدی آزاد بااهمیت، میتوانند از طریق افزایش سودهای تقسیمی و بدهی، تضاد منافع ناشی از جریانهای نقدی آزاد را کاهش دهند (شورورزی و آزادور، ۱۳۸۹).

**۲-۲- فرصتهای سرمایه گذاری**

فرصت های سرمایه گذاری خود به خود اتفاق نمی افتند. بلکه آنها را باید شناسایی نمود و یا اینکه آنها را بوجود آورد (آبور، ۲۰۰۸). انواع مختلف فرصت های سرمایه گذاری ممکن است از سطوح مختلف بخش های شرکت سرچشمه بگیرد برخی از فرصت های سرمایه گذاری ممکن است توسط مدیریت عالی سازمان یا اعضای هیئت مدیره ارائه شود (مانسینلی، ۲۰۰۶). مشارکت مدیریت عالی در ارائه فرصت های سرمایه گذاری معمولاً به اقدامات استراتژیک نظیر بسط و گسترش فعالیت شرکت از طریق سیاست های مالی و ورود به بازارهای جدید محدود میشود، نظر به اینکه فرصت های سرمایه گذاری موجب تخصیص منابع مالی شرکت به منظور تحصیل درآمد یا کاهش هزینه ها میشوند، لذا ممکن است سیاست های مالی منظم و اصولی برای فرصت های سرمایه گذاری از سوی شرکت به اجرا گذاشته شود (ستایش و همکار، ۱۳۸۷).

**۲-۳-نسبت بدهی**

یکی از ابزارهای که برای تعیین موقعیت مالی شرکت ها مورد استفاده قرار می گیرد تجزیه و تحلیل نسبت های مالی است. در واقع نسبت های مالی واقعیت های مهمی را در ارتباط با عملیات و وضعیت مالی یک شرکت آشکار می سازد. همچنین با استفاده از آن مشکلات و نقاط ضعف و قوت مالی شرکت ها تعیین می گردد (رضوانی راز و همکاران، ۱۳۸۴).

یکی از این نسبت ها، نسبت بدهی به دارایی است، این نسبت بصورت درصد بیان میشود. این نسبت نشان دهنده اهمیت و نقش بدهی های جاری و بلند مدت در تامین و تحصیل جمع دارایی های شرکت است. هر چه این نسبت بالاتر باشد نشان دهنده گرایش شرکت در تامین منابع مالی آن از خارج از شرکت است. بالاتر بودن این نسبت نشان دهنده مخاطره آمیز بودن شرکت از دیدگاه بستانکاران و بانک هایی است که به شرکت وام میدهند (خادمی، ۱۳۸۸).

همچنین مدیریت دارایی- بدهی شامل مجموعه ای از ابزارهای مدیریتی طراحی شده برای مواجهه با ریسک هایی است که بانک ها با آنها مواجه هستند، منظور آن دسته از ریسک هاست که باعث کاهش سودآوری و کارآیی بانک ها می گردند. در واقع مدیریت دارایی- بدهی دربرگیرنده هزینه های مرتبط با عملکرد وام ها، سپرده ها و مدیریت پرتفوی سرمایه گذاری می باشد و در واقع بخشی از مدیریت بانک بوده که مرکب از فرایندی ساختار یافته و سیستماتیک در مدیریت ترازنامه بانک است.

**۲-۴-نظریه توازی**

بر اساس این نظریه میتوان از طریق ایجاد توازن بین منافع تأمین مالی از طریق بدهی و هزینه های ناشی از بدهی، به اهرم مالی بهینه ای دست یافت که ارزش شرکت را حداکثر کند (دارایی و همکاران، ۱۳۹۲).

**۲-۵-پیشینه تحقیقات انجام شده**

۱. رضوانی رازو همکاران (۱۳۸۴) در پژوهشی با عنوان " بررسی رابطه بین جریان نقد آزاد و میزان بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " دریافت: که بین میزان بدهی و جریان نقد آزاد در شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پایین، همبستگی معنی داری وجود دارد. همچنین در شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پایین بین میزان بدهی و جریان نقد آزاد رابطه وجود دارد.

۲. خادمی (۱۳۸۸) به بررسی ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری و رشد داراییها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۷۷-۱۳۸۴ پرداخته است. وی برای سنجش فرصت های سرمایه گذاری از سه معیار استفاده کرده است. طبق بررسی های انجام گرفته بین شاخص های سه گانه در نظر گرفته شده برای فرصت های سرمایه گذاری و رشد دارایی ها، رابطه معنی داری وجود دارد و با دستکاری این سه عامل، میتوان به سطح بالاتری از میزان رشد داراییها نائل گردید.

۳. شورورزی و آزاد وار (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان " تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها " دریافت: بین فرصت های سرمایه گذاری با بازده حقوق صاحبان سهام، سود هر سهم و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

۴. کاظمی و حیدری (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان " رابطه بین نقد شوندگی سهام و فرصت های سرمایه گذاری " دریافتند: بین نقد شوندگی سهام و فرصت های سرمایه گذاری شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج بیانگر این است که بین نقد شوندگی سهام و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. به عبارت دیگر، نقد شوندگی سهام یکی از عواملی است که فرصت های سرمایه گذاری شرکت را افزایش و هزینه سرمایه سهام عادی را کاهش می دهد.

۵. دارایی و همکاران (۱۳۹۱) در مقاله ای با عنوان " رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و سود عملیاتی با بازده سهام شرکت ها و تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر این روابط " دریافتند: سود عملیاتی و جریان نقد عملیاتی دارای محتوای اطلاعاتی جهت پیش

بینی بازده سهام هستند و در این مورد محتوای اطلاعاتی سود عملیاتی بیشتر از جریان نقد عملیاتی میباشد اما در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، هرچه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر شود محتوای اطلاعاتی سود عملیاتی کمتر و جریان نقد عملیاتی بیشتر میشود.

۶. محمود آبادی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان " بررسی تاثیر جریان های نقدی آزاد و هزینه های نمایندگی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " دریافتند: جریان های نقدی آزاد با کلیه معیار های ارزیابی عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنادار دارد.

۷. ماریون (۲۰۰۴) رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و ترکیب اعضاء و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق نشان میدهد که فرصتهای سرمایه گذاری با نسبت سهام مدیران اجرایی و نسبت سهام مدیران غیر اجرایی موجود در ترکیب اعضاء هیات مدیره رابطه منفی دارد.

۸. لوپز و ویستنه (۲۰۱۰) نشان دادند که سرمایه گذاری در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی برای یازده شرکت که جریان نقد آزاد زیاد داشته، ولی از فرصت های رشد مطلوبی برخوردار نبوده اند، منجر به ورشکستگی این شرکت ها شده است.

۹. لام و تام (۲۰۱۱) تاثیر نقدشوندگی سهام بر قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای را بررسی کردند. نتایج آنها نشان می دهد که نقد شونددگی سهام می تواند به عنوان عاملی دیگر به مدل های قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای در نظر گرفته شود. از نظر آنها بهترین مدل برای ارزیابی صرف ریسک مرتبط با بازده سهام عامل بازار، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و نقد شونددگی سهام است.

۱۰. ینگ و فن (۲۰۱۳) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که ارتباط بین فرصت های رشد و عملکرد شرکت در شرکت هایی با عدم استفاده بهینه مدیریت از جریان نقد آزاد ضعیف تر از ارتباط بین فرصت های رشد و عملکرد شرکت در سایر شرکت هاست.

## ۲-۶- متغیر های تحقیق

در این پژوهش جریان های نقدی آزاد و فرصت های سرمایه گذاری به عنوان متغیرهای مستقل، نسبت بدهی به عنوان متغیر وابسته و اندازه به عنوان متغیر کنترلی انتخاب شده است.

✓ برای محاسبه جریان های نقدی از فرمول زیر استفاده شده.

(سود تقسیمی بهره بدهی خالص وجه نقد ناشی از فعالیتهای عملیاتی = جریانهای نقدی آزاد)

✓ جهت محاسبه فرصت های سرمایه گذاری از سه معیار به شرح ذیل استفاده میشود:

(۱) ارزش بازار سهام عادی به ارزش دفتری سهام، (۲) ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری دارایی ها که برای محاسبه ارزش بازار دارایی ها از رابطه زیر استفاده میشود:

(ارزش بازار سهام عادی + ارزش دفتری مجموع بدهی ها = ارزش بازار دارایی ها)

(۳) سود هر سهم در پایان سال به قیمت هر سهم در پایان سال

بدین ترتیب که برای اندازه گیری فرصت های سرمایه گذاری بر اساس این سه شاخص از تحلیل عاملی استفاده میکنیم و در واقع نمره عاملی به عنوان معیار فرصت های سرمایه گذاری در نظر گرفته میشود. علت استفاده از این نسبت ها این است که محققین معتقدند که فرصت های رشد یک شرکت در ارزش بازار نهفته است و تفاوت بین ارزش بازار و ارزش دفتری به طور نسبی نشان دهنده فرصت های رشد شرکت است.

✓ جهت تعیین نسبت بدهی: نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (اهرم مالی) به عنوان شاخص استفاده میشود.

✓ همچنین دلیل قابلیت اتکاء اقلام ترازنامه، طبق مدل ستایش و همکاران (۱۳۸۷) از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها برای سنجش اندازه شرکت استفاده میشود.

## ۲-۷- فرضیه های پژوهش

در پژوهش حاضر، با توجه به متغیرهای تحقیق دو فرضیه اصلی و دو فرضیه فرعی را میتوان بیان کرد:

فرضیه اصلی (۱) بین جریان های نقدی آزاد و نسبت بدهی شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه اصلی (۲) بین فرصت های سرمایه گذاری و نسبت بدهی شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی (۱) بین نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی (۲) بین نسبت ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری دارایی ها و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی (۳) بین نسبت سود هر سهم به قیمت هر سهم در پایان سال و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

## ۳- روش تحقیق

در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات از روش کتابخانه ای استفاده میشود. علاوه بر آن جمع آوری داده های پژوهش از طریق مراجعه به صورتهای مالی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم افزارهای تدبیرپرداز صورت گرفته است.

## ۳-۱- جامعه آماری و تعیین حجم نمونه

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۹۱ است که حایز شرایط زیر بودند:

۱. در دوره زمانی مورد بررسی، در بورس فعالیت مستمر داشته و سهام آنها بدون وقفه، مورد معامله قرار گرفته باشد.
۲. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه هر سال وجود داشته باشد.
۳. کلیه اطلاعات مورد نیاز آن برای انجام پژوهش، بطور کامل ارائه شده باشد.
۴. طی دوره زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداشته باشند.

با لحاظ کردن شرایط بالا تعداد ۸۰ شرکت در دوره زمانی به عنوان نمونه آماری انتخاب شده اند.

## ۴- تجزیه و تحلیل و یافته های تحقیق

برای آزمون فرضیه های اصلی، ابتدا با استفاده از روش تحلیل عاملی، نمره عاملی برای هر یک از شرکت ها محاسبه شده و به عنوان متغیر فرصت های سرمایه گذاری در نظر گرفته شد. پس از آن با استفاده از ضریب همبستگی، ضریب همبستگی تفکیکی و رگرسیون، رابطه بین نمره عامل شرکت ها (فرصتهای سرمایه گذاری) با نسبت های بدهی آنها مورد بررسی قرار گرفت.

## ۴-۱- تحلیل عاملی متغیرهای فرصت های سرمایه گذاری

جدول زیر به ترتیب اشتراک بین متغیرها را نشان میدهد. اشتراک یک متغیر، برابر مربع همبستگی چندگانه  $R^2$  برای متغیرهای مربوطه با استفاده از عاملها است. چنانچه مقدار اشتراک استخراجی متغیری (کمتر از ۰/۵) باشد، میتوان آن متغیر را حذف نمود. با توجه به جدول ۱ مشاهده میشود، مقدار اشتراک استخراجی دو متغیر فرصت های سرمایه گذاری کمتر

از ۰/۵ نیستند ولی متغیر سود هر سهم کمتر از این مقدار است، باید آن را حذف کرد و تحلیل عاملی دو متغیر ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام و ارزش بازار داراییها به ارزش دفتری داراییها، پرداخت.

جدول (۱): تاثیر متغیرها

اشتراکات اولیه	اشتراکات استخراجی	
۱/۰۰۰	۰/۹۱۳	ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام
۱/۰۰۰	۰/۹۱۰	ارزش بازار داراییها به ارزش دفتری داراییها
۱/۰۰۰	۰/۰۷۲	سود هر سهم به قیمت هر سهم

جدول ۲ به ترتیب مقدار شاخص kmo، مقدار آماره آزمون بارتلت، درجه آزادی و معنی داری آن را نشان میدهد. از آنجایی که مقدار sig آزمون کوچکتر از ۰/۰۵ است تحلیل عاملی برای شناسایی ساختار مدل عاملی مناسب است. بنابراین نمره عاملی، محاسبه شده و به عنوان متغیر فرصت های سرمایه گذاری در نظر گرفته میشود.

جدول (۲): شاخص kmo و آزمون بارتلت دو متغیر فرصت های سرمایه گذاری

۰/۵	kmo
۷۹۰/۸۹۵	آزمون بارتلت
۰/۰۰۰	sig

## ۴-۲- آزمون فرضیه ها

فرضیه اصلی اول: بین جریان های نقدی آزاد و نسبت بدهی شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.  
 $H_0$ : بین جریان های نقدی آزاد و نسبت بدهی شرکت ها، رابطه معنادار وجود ندارد.  
 $H_1$ : بین جریان های نقدی آزاد و نسبت بدهی شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

جدول (۳): نتیجه آزمون فرضیه اول

فرضیه	آماره F	p-value	$R^2$	نتیجه آزمون
اصلی اول	۹/۴۹	۰/۰۰۰	۰/۰۲۸	رد $H_0$

با توجه به نتیجه آزمون، فرض  $H_0$  یعنی عدم وجود رابطه بین جریان های نقدی آزاد و نسبت بدهی شرکت ها رد و فرض  $H_1$  یعنی وجود رابطه بین جریان های نقدی آزاد و نسبت بدهی شرکت ها پذیرفته میشود.

فرضیه اصلی ۲) بین فرصت های سرمایه گذاری و نسبت بدهی شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

$H_0$ : بین فرصت های سرمایه گذاری و نسبت بدهی شرکت ها، رابطه معنادار وجود ندارد.  
 $H_1$ : بین فرصت های سرمایه گذاری و نسبت بدهی شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

جدول (۴): آزمون فرضیه اصلی دوم

فرضیه	آماره F	p-value	R <sup>2</sup>	نتیجه آزمون
اصلی دوم	۸/۳۹	۰/۰۰۰	۰/۰۲۴	قبول $H_0$

با توجه به نتیجه آزمون، فرض  $H_0$  یعنی عدم وجود رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و نسبت بدهی شرکت ها پذیرفته و فرض  $H_1$  یعنی وجود رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و نسبت بدهی شرکت ها رد میشود.

**فرضیه فرعی اول:** بین نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

$H_0$ : بین نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رابطه معنادار وجود ندارد.

$H_1$ : بین نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

جدول (۵): آزمون فرضیه فرعی اول

فرضیه	آماره F	p-value	R <sup>2</sup>	نتیجه آزمون
فرعی اول	۱۱/۸۰	۰/۰۰۰	۰/۰۳۴	رد $H_0$

با توجه به نتیجه آزمون، فرض  $H_0$  یعنی عدم وجود رابطه بین نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها رد و فرض  $H_1$  یعنی وجود رابطه بین نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها پذیرفته میشود.

**فرضیه فرعی دوم:** بین نسبت ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری دارایی ها و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

$H_0$ : بین نسبت ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری دارایی ها و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رابطه معنادار وجود ندارد.

$H_1$ : بین نسبت ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری دارایی ها و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

جدول (۶): آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه	آماره F	p-value	R <sup>2</sup>	نتیجه آزمون
فرعی اول	۱۲/۵۳	۰/۰۰۰	۰/۰۳۹	رد $H_0$

با توجه به نتیجه آزمون، فرض  $H_0$  یعنی عدم وجود رابطه بین نسبت ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری دارایی ها و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها رد و فرض  $H_1$  یعنی وجود رابطه بین نسبت ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری دارایی ها و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها پذیرفته میشود.

فرضیه فرعی ۳) بین نسبت سود هر سهم به قیمت هر سهم در پایان سال و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

$H_0$ : بین نسبت سود هر سهم به قیمت هر سهم در پایان سال و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رابطه معنادار وجود ندارد.

$H_1$ : بین نسبت سود هر سهم به قیمت هر سهم در پایان سال و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد.

جدول (۷): آزمون فرضیه فرعی سوم

فرضیه	آماره F	p-value	$R^2$	نتیجه آزمون
فرعی اول	۱۰/۱۷	۰/۰۰۰	۰/۰۳۴	قبول $H_0$

با توجه به نتیجه آزمون، فرض  $H_0$  یعنی عدم وجود رابطه بین نسبت سود هر سهم به قیمت هر سهم در پایان سال و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها را پذیرفته و فرض  $H_1$  یعنی وجود رابطه بین نسبت سود هر سهم به قیمت هر سهم در پایان سال و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت ها، رد میشود.

#### ۵- نتیجه گیری

بین جریان های نقدی آزاد و نسبت بدهی شرکت ها، رابطه معنادار وجود دارد که با فرضیه جریان های نقدی آزاد جنسن مطابق است. این نتیجه همچنین نشان میدهد، که بسیاری از شرکت های مورد بررسی در بورس اوراق بهادار تهران دارای جریان های نقدی آزاد خوبی بوده اند. این یافته با نتیجه پژوهش رضوانی راز (۱۳۸۴) که رابطه مثبت بین جریان های نقدی آزاد و بدهی شرکت ها را تأیید نموده اند، مطابقت دارد. بین فرصت های سرمایه گذاری و نسبت بدهی شرکت ها، رابطه معنی داری وجود ندارد. علت این موضوع، این است که از طرفی، طبق نظریه سلسله مراتبی، انتظار می رود بین فرصت های سرمایه گذاری و نسبت بدهی شرکت ها یک رابطه مستقیم وجود داشته باشد. از طرف دیگر، طبق نظریه موازنه ایستا، انتظار می رود که بین فرصت های سرمایه گذاری و سطح بدهی شرکت ها یک رابطه معکوس وجود داشته باشد. بنابراین با توجه به این که شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سیاست یکسان و یکنواختی پیروی نمی کنند، بین فرصت های سرمایه گذاری و نسبت بدهی آنها رابطه معنی داری وجود ندارد. این نتیجه با پژوهش کردستانی و عمران (۱۳۸۷) که رابطه مثبت فرصت های سرمایه گذاری و سطح بدهی شرکت ها را تأیید نموده اند، مغایرت دارد.



## منابع

۱. خادمی. وحید، (۱۳۸۸)، "ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری و رشد دارایی ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله حسابداری، سال بیست و چهارم، شماره ۲۰۷، صص ۷۴-۷۷
۲. ستایش. محمد حسین و کاظم نژاد. مصطفی و ذوالفقاری. مهدی، (۱۳۸۷)، "بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله مطالعات حسابداری، شماره ۲۳، صص ۴۳-۶۵
۳. شورورزی. محمد رضا و آزادور. ایمان، (۱۳۸۹)، "تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصتهای سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها"، مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره ۶، صص ۱۳-۲۳
۴. رضوانی راز. کریم و حقیقت. حمید، (۱۳۸۴)، "بررسی رابطه بین جریان های نقدی آزاد و میزان بدهی با در نظر گرفتن فرصت های سرمایه گذاری و اندازه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهشگر، شماره ۵، صص ۵۰-۵۷
۵. دارابی. رویا و کیلی فرد. حمیدرضا و مشکین. مسعود، (۱۳۹۲)، "رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و سود عملیاتی با بازده سهام شرکتها و تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر این روابط"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال ششم، شماره شانزدهم، صص ۱-۱۴
۶. کردستانی. غلامرضا و نجفی عمران. مظاهر، (۱۳۸۷)، "بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی"، مجله تحقیقات مالی، دوره دهم، شماره ۲۵، صص ۹۰-۷۳.
۷. محمود آبادی. حمید و مهدوی. غلام حسین و فریدونی. مرضیه، (۱۳۹۲)، "بررسی جریان های نقدی آزاد و هزینه های نمایندگی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، سال چهارم، شماره ۱۲، صص ۱۱۱-۱۳۱

8. Abor. J, (2008), " Agency Theoretic Determinants of Debt Levels: Evidence from Ghana", Review of Accounting and Finance, Vol. 7, No. 2, pp. 183-192
9. Jensen. M. C, (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", The American Economic Association, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
10. Mancinelly. L and A. Ozkan, (2006), " Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence From Italian Firms", The European Journal of Finance, Vol. 12, No. 3, pp 262-282.

# Investigating the Effect of Investment Opportunities and Free Cash Flows on the Debt Ratio of the Firms Listed in Tehran Stock Exchange

Fereidoun Rahnam Roodposhti, Samaneh Fathalian \*, Setareh Razi Kazemi, Shahrzad  
Kashani Tabar

*Professor of Islamic Azad University, Science and Research Branch and Secretary General of Finance Engineering Association, Ph.D.*

*Student of Financial Management, Islamic Azad University of Rasht Branch, Ph.D. Student of Financial Management, Islamic Azad*

*University of Rasht Branch, Ph.D. Student of Financial Management, Islamic Azad University of Rasht Branch*

---

## Abstract

The aim of this study was to investigate the relationship between investment opportunities and free cash flow and a debt ratio of listed companies in Tehran Stock Exchange. Information required in this paper with 80 companies among the firms listed in the Tehran Stock Exchange. In the five-year period 1381 to 1391 have been collected. For statistical analysis of data and test hypotheses, Test t, regression and factor analysis were used. The results show that the free cash flow ratio of corporate debt, there is a significant relationship, But the investment opportunities and debt in the company, there was no significant relationship.

**Keywords:** Free cash flows, investment opportunities, debt

---