

## بررسی اثر تعدیلگر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری

سید محمد میر محمدی شکتائی<sup>۱</sup>، فهیمه شهریاری راد<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش ۱۴۰۱/۰۴/۲۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۲/۲۹

### چکیده

هدف از تحقیق حاضر، بررسی تاثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با توجه به نقش عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش تحقیق همبستگی و به لحاظ هدف کاربردی است. جامعه آماری تحقیق شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را شامل می‌شود و همچنین نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک، به تعداد ۱۱۴ شرکت در طی دوره ی زمانی ۱۳۹۵ لغایت ۱۳۹۹ انتخاب شده‌اند. در این تحقیق جهت آزمون فرضیه ها از روش داده های پانلی با استفاده از نرم افزار ایویوزاستفاده شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد که اهرم مالی تاثیر منفی و معنادار بر تصمیمات سرمایه گذاری داشته و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی دارای تاثیر مثبت و معنادار بر این رابطه است.

کلمات کلیدی: اهرم مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری، عدم تقارن اطلاعاتی

---

<sup>۱</sup>دکتری تخصصی حسابداری، موسسه آموزش عالی غیر انتفاعی روزبهان، واحد ساری، ایران  
smohamadmmohamadi@gmail.com

<sup>۲</sup>کارشناس ارشد حسابداری موسسه غیر انتفاعی روزبهان ساری fash2785@gmail.com

## ۱-مقدمه

به دلیل اهمیت مقوله سرمایه گذاری شرکتها برای ذی نفعان و از سویی ضرورت توجه به اهرم مالی به عنوان سازوکاری برای تامین مالی، محققان به طور گسترده ای رابطه بین اهرم و سرمایه گذاری را هم به لحاظ تجربی و هم به لحاظ نظری مورد مطالعه قرار داده اند. به عنوان نخستین تحقیقات در این زمینه مودلیلیانی و میلر (۱۹۵۸) استدلال می کنند که در یک بازار کامل، اهرم مالی فاقد تاثیر معنادار بر تصمیم گیری های سرمایه گذاری شرکت و به تبع آن ارزش یک شرکت است. در حالیکه، در بازار ناقص و ناکارا، اهرم تأثیر متنوع و پیچیده ای بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها دارد (جبران و همکاران، ۲۰۱۹).

به لحاظ نظری، رابطه اهرم و سرمایه گذاری در چارچوب تئورس نمایندگی توضیح داده شده است که نشان می دهد اهرم می تواند منجر به مشکلات عدم سرمایه گذاری یا سرمایه گذاری بیش از حد شود (وو، ۲۰۱۸). مایرز (۱۹۷۷) استدلال می کند که به دلیل مشکل بدهی بیش از حد، شرکت های دارای سطح بالای اهرم و محدودیت مالی، تمایل به چشم پوشی از فرصت های سرمایه گذاری ارزشمند دارند. به طور خاص، در شرکت های دارای سطح بالای بدهی، دارندگان اوراق قرضه از پروژه هایی با  $NPV$  مثبت، نسبت به سهامداران سود بیشتری کسب می کنند که این مسئله به نوبه خود انگیزه شرکت را برای سرمایه گذاری کاهش می دهد و بنابراین مشکلات سرمایه گذاری پایین تر از حد بهینه را افزایش می دهد (اومولتو، ۲۰۱۰). علاوه بر این، تئوری سرمایه گذاری بیش از حد، ارتباط اهرم و سرمایه گذاری را بر اساس مشکلات نمایندگی و رابطه بین مدیر-سهامداران توضیح می دهد. این تئوری تصور می کند که انگیزه های شخصی، مدیران را به سرمایه گذاری در پروژه هایی با  $NPV$  منفی تشویق می کند که باعث می شود مشکلات سرمایه گذاری بیش از حد افزایش یابد (جنسن، ۱۹۸۶). به تبع آن، سهامداران برای کاهش مشکلات سرمایه گذاری بیش از حد، جریان نقدی آزاد را کاهش می دهند تا مدیران بتوانند بدهی بیشتری کسب کنند. از این رو، انتشار بدهی می تواند مشکلات سرمایه گذاری بیش از حد را کاهش دهد. بنابراین، این تئوری رابطه منفی بین اهرم و سرمایه گذاری ایجاد می کند.

در راستای این توضیحات اگرچه که مطالعاتی چند همچون جنسن (۱۹۸۶) از تاثیر مثبت اهرم بر سرمایه گذاری سخن گفته اند اما بسیاری از مطالعات تجربی متاخر، از تاثیر منفی اهرم بر سرمایه گذاری شرکتها خبر دادند (آیوازیان و همکاران، ۲۰۰۵؛ فیرث و همکاران، ۲۰۰۸؛ اومولتو، ۲۰۱۰؛ فان، ۲۰۱۸؛ وو، ۲۰۱۸).

آنچه از مجموع این مباحث بر می آید این است که تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری از دیدگاه های متضاد بررسی و اثبات شده است. این مسئله آنگاه دارای ابعاد پیچیده تری می شود که بر این رابطه عامل عدم تقارن اطلاعاتی نیز افزوده شود. در علم اقتصاد و نظریه قرارداد، عدم تقارن اطلاعات، به بررسی معاملاتی که در آن یک طرف معامله اطلاعات بیشتر یا بهتری از طرف دیگر دارد می پردازد. این پدیده باعث ایجاد یک نوع عدم توازن قدرت در معاملات می شود که گاهی اوقات می تواند باعث خراب شدن معاملات، یا در بدترین حالت به شکست بازار بینجامد (لی و همکاران، ۲۰۱۸).

هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، سرمایه گذاران بازار سرمایه، برای تحمل ریسک اطلاعات، خواستار بهره بالاتری خواهند بود. در نتیجه، به منظور کاهش مشکل عدم تقارن اطلاعات و به دست آوردن قیمت های عادلانه برای فرصت های سرمایه گذاری، مدیران باید افشای داوطلبانه اطلاعات شرکت به سرمایه گذاران و اعتباردهندگان را مد نظر قرار دهند (خواجوی و علیزاده، ۱۳۹۳). از این رو میتوان دریافت که چنانچه مدیران در حوزه سرمایه گذاری های انجام شده موفق عمل کرده باشند تمایل به انتشار شفاف آن داشتهو عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می یابد اما اگر استفاده از اهرم و بدهی های پر بهره نتوانسته باشد به سرمایه مطلوب منجر شده باشد، احتمالاً مدیران گرایش بیشتری به عدم شفافیت و عدم تقارن اطلاعاتی خواهند داشت (تاسکین و همکاران، ۲۰۲۱).

بنابراین با توجه به مسائل مطرح شده، مسئله اصلی این تحقیق آن است که اهرم مالی چه تاثیری بر سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد و تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر این رابطه چگونه است؟

## ۲- مبانی نظری تحقیق

### اهرم مالی

#### کلیات

ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت از جمله مهمترین اهداف شرکتها به شمار می‌رود. حداکثر کردن ارزش شرکتها مستلزم اجرای پروژه های سودآور توسط آنهاست. اکثر دانشمندان علوم مالی از جمله مودیلیانی و میلر و همپتون در این دیدگاه هم عقیده اند که استفاده از اهرم مالی می تواند منجر به افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران شود. ساده ترین تعریفی که می توان در خصوص اهرم مالی عنوان نمود این است که اهرم مالی مبلغی از بدهی است که یک شرکت برای خرید دارایی های بیشتر تقبل می کند. نرخ اهرم مالی عبارت است از مجموع بدهی ها تقسیم بر مجموع دارایی ها. هرچقدر این نسبت بزرگتر باشد نشانه درجه بالاتر اهرم مالی یک شرکت است.

مودیلیانی و میلر در سال ۱۹۵۸ با ارائه نظریه اول خود بر این فرض بودند که با فرض عدم وجود مایات بر درآمد، ارزش شرکت بدهی دار (اهرمی)، با ارزش یک شرکت فاقد بدهی (غیراهرمی)، برابر است.

با اینکه نظریات مودیلیانی و میلر از لحاظ تئوریک منطقی به نظر می رسید اما وجود مالیات در دنیای واقعی نظریات این دو دانشمند را اندکی غیرواقع بینانه جلوه می داد (ابراهیم پور و همکاران، ۱۳۹۵).

اهرم مالی به عنوان یکی از شاخص های اصلی سودآوری شرکتها به شمار می رود. در واقع اهرم مالی هنگامی اتفاق می افتد که شرکتی استقراض یا بهره را تامین مالی کند.

هدف از تحلیل اهرم مالی شرکت عبارتست از تعیین اینکه آیا مدیریت قادر به تحصیل بیشتر وجوه ناشی از بدهی نسبت به هزینه های ناشی از آن می باشد یا نه. اگرچنین باشد شرکت مطلوبیت اهرم مالی را تصدیق می کند وگرنه برآورد می گردد که اهرم مالی مطلوب نیست. اگر شرکت از بدهی که دارای بهره است استفاده نکند، هیچگونه ریسک مالی ندارد و نمی تواند اهرم مالی را تصدیق کند. در این حالت، تنها نوع ریسک شرکت ریسک تجاری یا عملیاتی می باشد (نواز و همکاران، ۲۰۱۵).

### مفهوم اهرم مالی

اهرم در فرهنگ عمومی به عنوان وسیله ای است برای بدست آوردن آسان تر هدف تعریف می شود اما در مدیریت مالی اهرم ممکن است تعاریف دیگری پیدا کند و برعکس شود. به طوری که ممکن است نتیجه عمل مطلوب یا نامطلوب باشد. همپتون (۱۹۹۰)، در این مورد می گوید که شرکتها در برنامه ریزی سود به کسب سود خالص بیشتر از حمل اهرم مالی ناشی از استقراض توجه می نمایند. مودیلیانی و میلر معتقدند که وجود بدهی های زیادی در بافت سرمایه بدهی مالیاتی شرکت را کمتر و جریان نقدی بعد از مالیات را بیشتر می کند که این امر موجب افزایش ارزش بازار شرکت می شد (همتی، ۱۳۹۵)

### اهرم مالی از دو جنبه بر سود اثر می گذارد

الف) سود صاحبان سهام را افزایش می دهد هرگاه بازده سرمایه گذاری حاصل از وام از هزینه بهره آن بیشتر باشد

ب) برای صاحبان سهام ایجاد خطر می کند هر گاه بازده سرمایه گذاری از هزینه بهره کمتر باشد.

بسیاری از شرکتها در تامین مالی پروژه های خود از اهرم های مالی (واو و اوراق قرضه)، به جای صدور سهام استفاده می کنند که این موضوع می تواند باعث کاهش سود هر سهم سهامداران فعلی شود (همتی، ۱۳۹۵).

### ارتباط اهرم مالی و ارزش شرکت

بدهی به عنوان یکی از راه های اصلی تامین مالی شرکتها می تواند ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار دهد. مزیت مالیاتی که بدهی ایجاد می کند، موجب افزایش ارزش شرکت شده و از طرف دیگر هزینه های ورشکستگی و بخران مالی و همچنین عدم ایفای تعهدات که بدهی به همراه دارد را تحت پوشش قرار می دهد. جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶)، بیان می کنند که با ایجاد توازن بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه های نمایندگی بدهی می توان به اهرم بهینه دست پیدا کرد.

با این حال، دستیابی به این مهم برای شرکت هزینه هایی به همراه دارد. هزینه های که بتواند اهرم خود را به سمت اهرم بهینه تعدیل کنند. این هزینه ها با توجه به تضاد منافی که بین گروه های مختلف ذینفع شرکت (نظریه نمایندگی)، وجود دارد، ممکن است بسیار گران تمام شود و شرکتها را از دستیابی کامل به این هدف باز دارد. بنابراین، شرکتها به تعدیلات جزئی جهت کاهش شکاف بین اهرم واقعی و اهرم بهینه می پردازند. این تعدیلات تا زمانی صورت می گیرد که منافع حاصل از تعدیل بر هزینه آن برتری داشته باشد (صمدی و همکاران، ۱۳۹۳).

### عدم تقارن اطلاعاتی

#### عدم تقارن اطلاعاتی؛ مفاهیم و مدلها

اطلاعات حسابداری در بازارهای مالی به عنوان مبنایی برای تخصیص سرمایه مورد استفاده قرار می گیرند. در نتیجه، آثار و پیامدهای کیفیت اطلاعات حسابداری، مورد توجه سرمایه گذاران، مدیران، قانون گذاران و تدوین کنندگان استانداردها است. یکی از شروط رقابت کامل، شفافیت اطلاعاتی است و فقدان آن احتمالاً باعث پیدایش رانت می گردد. با مقداری اغماض، شفافیت اطلاعات را می توان تقارن اطلاعات تعریف کرد (بولو، ۱۳۸۶).

تقارن اطلاعاتی در صورتی وجود دارد که مدیران و بازار اطلاعات یکسانی درباره شرکت دارند. بنابراین مدیران و بازار، عدم اطمینان درباره شرکت را یکسان تحمل می‌کنند. اما در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران به دلیل دارا بودن اطلاعات خصوصی و محرمانه درباره شرکت، اطلاعات بیشتر و بهتری نسبت به بازار، در اختیار دارند. یعنی به اطلاعات شرکت قبل از اطلاع بازار دسترسی دارند. عدم تقارن اطلاعاتی شرکت برابر است با کل عدم اطمینان درباره شرکت، زیرا احتمال می‌رود مدیران و بازار به یک اندازه از تأثیر متغیرهای بازار بر ارزش شرکت آگاهی داشته باشند. عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بر حسب محیط اطلاعاتی، کثرت اعلان‌های عمومی و تعداد معاملات شرکت تعیین شود و همچنین تحت تأثیر رفتار مدیران یا بازار قرار گیرد. به عنوان نمونه، وقتی اعلان عمومی خبری درباره شرکت انجام می‌گیرد با فرض ثابت بودن سایر عوامل، ممکن است بازار درباره وضع واقعی شرکت آگاه‌تر شود و عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یابد (کاسگری و عجم، ۱۳۸۹). نخستین بار اکرلوف و همکاران (۱۹۷۰) در زمینه اقتصاد اطلاعات، نظریه ای را پایه‌گذاری کردند، که به نظریه عدم تقارن اطلاعاتی موسوم شد. این محققین نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند موجب افزایش انتخاب نامناسب در بازارها شود که این امر قبل از وقوع معامله برای افراد به وجود می‌آید (بسیدیق و حسینی، ۲۰۱۰).

پیامدهای عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه

طبق دیدگاه سنتی حسابداری، سرمایه‌گذاران کوچک (عموماً کم اطلاع) نیاز به حمایت دارند. این دیدگاه احتمالاً از این واقعیت ناشی شده است که در بازار سرمایه نابرابری وجود دارد، ولی نیاز به مقررات جهت تعدیل چنین نابرابری‌هایی، معمولاً با عباراتی مبهم بیان شده است. همچنین گفته شده است سرمایه‌گذاران کوچک تحت سلطه افراد دارای اطلاعات محرمانه (درون سازمانی‌ها) می‌باشند. این دلیل که وضع مقررات به منظور مصون بودن سرمایه‌گذاران کوچک در مقابل خطرات دزدی و کلاهبرداری است، قانع‌کننده نیست. به طوری که بیان نمودن دلیل مذکور به عنوان لزوم وجود مقررات، به طور چشمگیری علاقه محققین حسابداری و اقتصاد را برای پژوهش در زمینه موضوعات مرتبط با مساوات، کم‌رنگ کرده است. روس (۱۹۷۹) ضمن رد دلیل فوق، عنوان نموده است که:

«شناسایی و تفکیک منافع برابری مقررات افشاء، بین افراد برون سازمانی و درون سازمانی مشکل است. به نظر می‌رسد جدال بر سر چنین منافی از این دیدگاه سنتی سرچشمه گرفته است که افراد درون سازمانی مسلط بر افراد برون‌سازمانی هستند و لذا افراد برون سازمانی نیاز به حمایت دارند».

#### پیشینه تحقیق

تین (۲۰۲۰)، پژوهشی با عنوان «تاثیر اهرم عملیاتی بر سودآوری و اهرم مالی در بازار کره»، صورت دادند. این مطالعه به بررسی تاثیر اهرم عملیاتی بر اهرم مالی و سودآوری شرکت در کشور کره می‌پردازد. بر اساس نتایج به دست آمده، نتیجه می‌گیرم که تحلیل داده‌ها از پیش بینی وجود رابطه مثبت بین اهرم عملیاتی و سودآوری حمایت میکنند و همچنین تاییدی است بر وجود رابطه منفی بین اهرم عملیاتی و مالی.



جبران و همکاران (۲۰۱۹)، در پژوهشی با عنوان «آیا عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین اهرم - سرمایه گذاری تاثیر دارد؟»، نتیجه گرفتند که اهرم مالی تاثیر منفی بر سرمایه گذاری دارد. نتایج همچنین نشان می دهد که عدم قطعیت های خاص شرکت و بازار تاثیر منفی اهرم بر سرمایه گذاری برای شرکتهای غیر دولتی را تشدید می کند. با این حال، عدم اطمینان سیاست اقتصادی و عدم اطمینان مبتنی بر *CAPM*، ارتباط بین اهرم و سرمایه گذاری برای شرکتهای اقتصادی را کاهش می دهد.

وو (۲۰۱۸)، پژوهشی تحت عنوان «اهرم و سرمایه گذاری شرکت ها - شواهدی از ویتنام»، انجام داده است. نتایج تحقیق وی نشان می دهد که سطح بالای بدهی با نشان دادن تاثیر منفی اهرم در سرمایه گذاری، سرمایه گذاری شرکت ها را محدود می کند. همچنین، تاثیر منفی اهرم بر سرمایه گذاری در شرکتهای غیرمالی با نسبت کیوتوبین پایین تر بیشتر است.

گیبوئر و همکاران (۲۰۱۸)، در تحقیقی با عنوان «بدهی و سرمایه گذاری شرکت ها: یک تحلیل در سطح شرکت برای کشورهای منطقه یورو»، دریافتند که یک رابطه غیرخطی و نامطلوب بین بدهی و سرمایه گذاری وجود دارد. آنها معتقدند حساسیت سرمایه گذاری بنگاه ها به بدهی پس از بحران های مالی ۲۰۰۸ افزایش یافته است هنگامی که شرکت ها منابع مالی داخلی کمتری برای تأمین اعتبار سرمایه گذاری داشتند.

آنگ و تومارکین (۲۰۱۷)، بر تاثیر افشای اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه شرکتهای مبنی بر ارائه فرمهای *IO-k* و *s-k* برای اعلام برنامه های شرکت در خصوص منابع تأمین مالی داخلی و خارجی با استفاده از تکنیک پردازش زبان طبیعی دستوری تحقیق نمودند. بعد از طبقه بندی افشاهای مورد نظر به طور صحیح و شناسایی آنها بدون تفاسیر ذهنی و در اختیار قرار دادن آنها جهت استفاده ذینفعان برون سازمانی به این نتیجه رسیدند که شرکتهایی که افشای بیشتری در گزارشهای مالی خود ارائه کرده اند، دارای عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه کمتری بودند.

لیم (۲۰۱۷)، نیز تحقیقی با عنوان « بررسی علت تأثیر ارزش در بازار سهام کره: براساس فرضیه اهرم مالی»، انجام داده است. به زعم یافته های این تحقیق بین اهرم مالی و اهرم عملیاتی ارتباط منفی وجود دارد. اگرچه که افزایش دوره مطالعاتی روابط متضادی را نشان می دهد. همچنین وی دریافته است که انعطاف پذیری بالاتر اهرم عملیاتی گزینه بیشتری برای استفاده از اهرم مالی فراهم می آورد.

آلوس و همکاران (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان «بررسی تاثیر افشای اختیاری بر عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت نظام راهبری»، به بررسی رابطه میان افشای اختیاری با عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین کیفیت نظام راهبری شرکتی به عنوان سازوکاری کنترلی پرداختند. آنها دریافتند که با افزایش افشای اختیاری، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش و کیفیت نظام راهبری شرکتی افزایش می یابد.

جمالی و همکاران (۱۴۰۰)، تحقیقی با عنوان افشا عمومی و عدم تقارن اطلاعاتی انجام دادند. پژوهش حاضر با مرور ادبیات موجود و با هدف بررسی رابطه بین افشاء عمومی و عدم تقارن اطلاعاتی با تاکید بر پژوهش های پیشین داخلی و خارجی و ارائه مفاهیم مطرح در این حوزه جهت آشنایی بیشتر پژوهشگران و کمک به پژوهش های آتی صورت گرفته است. یافته های پژوهش حاکی از این است که رابطه ی منفی معناداری بین کیفیت افشاء و افشاء داوطلبانه با اطلاعات منتشر شده در بازار و عدم تقارن اطلاعاتی بین طرفین معامله وجود دارد. در واقع با افشاء و شفافیت بیشتر اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می یابد.

کثیری (۱۳۹۸) در تحقیقی با عنوان «بررسی تاثیر عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین اهرم مالی و سرمایه گذاری»، با بررسی اطلاعات ۱۱۴ شرکت فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران به روش همبستگی و با استفاده از داده های پانلی با استفاده از نرم افزار ایویوز به این نتیجه رسیدند که اهرم مالی ارتباط منفی با سرمایه گذاری شرکتی دارد و شرکت هایی که در تامین مالی خود بیشتر از بدهی استفاده می کنند نمی توانند از فرصت های سرمایه گذاری خود به خوبی بهره ببرند. البته مقدار بهینه اهرم مالی هم به شرکت در اجرای عملیات و هم به سرمایه گذار در سرمایه گذاری وجوه خود کمک می کند. و در آخر یافته های این پژوهش نشان می دهد که عدم اطمینانی محیطی تاثیر تعدیلگر معناداری بر این رابطه دارد.

کنعانی و همکاران (۱۳۹۸)، نیز در تحقیقی تاثیر کارایی مدیریت در زمینه سرمایه بر عدم تقارن اطلاعاتی را بررسی کردند. به این منظور ۸۴ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ به روش غربالگری جامعه آماری برای ۴۲۰ مشاهده (سال-شرکت) مورد بررسی قرار گرفت. برای اندازه‌گیری کارایی (توانایی) مدیریت از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) و برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از مدل چیانگ و وینکاتش (۱۹۸۶) استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون چندمتغیره لجستیک نشان داد بین کارایی مدیریت و تغییر حسابرس رابطه معنی‌داری وجود ندارد. اما متغیر تعدیل‌کننده عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه بین کارایی مدیریت و تغییر حسابرس را به صورت معنی‌دار تعدیل نمود. نتایج نشان داد از بین متغیرهای کنترلی، ارتباط بین نوع اظهارنظر حسابرس و اندازه شرکت با تغییر حسابرسی معنی‌دار می‌باشد.

محسنی در سال ۱۳۹۸ تحقیقی با عنوان «بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی»، انجام داده است. تعداد نمونه که از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک از جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تعداد ۱۰۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۷ انتخاب شده است. روش گردآوری اطلاعات از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین از سایت کدال و نرم افزار رهاورد نوین می‌باشد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که خاصه‌های اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام با اهرم مالی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

### ۳- فرضیه تحقیق

فرضیه‌ی اول: اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه‌ی دوم: عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری

شرکت تاثیر تعدیلگر دارد.

### ۴- روش تحقیق

این تحقیق از نوع همبستگی و پس رویدادی با استفاده از اطلاعات گذشته، می‌باشد. در مواردی که بررسی ارتباط بین یک متغیر وابسته با یک یا چند متغیر مستقل مدنظر باشد، هدف محقق این است که بر اساس این ارتباط و با استفاده از داده‌های تاریخی، ضرایب متغیرهای مستقل را برآورد و با ارائه مدل اقدام به پیش‌بینی نماید.

#### طبقه‌بندی تحقیق بر اساس روش

تحقیق حاضر بر حسب روش از نوع همبستگی می‌باشد. در تحقیق همبستگی، هدف اصلی آن است که مشخص شود آیا رابطه‌ای بین دو یا چند متغیر کمی وجود دارد و اگر این رابطه وجود دارد، اندازه و حد آن چقدر است؟ باید توجه داشت که تحقیق همبستگی هرگز به تبیین یک رابطه علت و معلولی نمی‌پردازد، بلکه صرفاً یک رابطه را توصیف می‌کند صرف نظر از اینکه این رابطه، رابطه علت و معلولی است یا خیر. وجود یک رابطه قوی، پیش‌بینی را امکان‌پذیر می‌سازد.

میزان رابطه بین دو متغیر معمولاً از طریق یک ضریب همبستگی بیان می‌شود که عددی بین  $-1$  و  $+1$  است. دو متغیر که به هم وابسته نیستند، ضریبی نزدیک صفر و دو متغیر که قویاً به هم وابسته‌اند، ضریبی نزدیک  $\pm 1$  دارند. از طرفی دو متغیر می‌توانند به صورت معکوس نیز به هم وابسته باشند. در چنین حالتی ضریب رگرسیون، عددی منفی خواهد بود که در صورت وجود رابطه قوی معکوس، ضریب مربوطه نزدیک  $-1$  می‌باشد.

#### طبقه‌بندی تحقیق بر اساس هدف

تحقیق حاضر از منظر هدف، از نوع تحقیقات کاربردی می‌باشد. تحقیقات کاربردی تحقیقاتی هستند که نظریه‌ها، قانونمندی‌ها، اصول و فنونی را که در تحقیقات بنیادی تدوین می‌شوند را برای حل مسائل اجرایی و واقعی به کار می‌گیرند. (سرمد و همکاران، ۱۳۸۸).

#### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش تمامی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ مورد آزمون قرار می‌گیرند.

#### نمونه آماری

در این پژوهش، نمونه ۱۱۴ شرکتی تحقیق از طریق روش حذف سیستماتیک از میان شرکتهای جامعه آماری، انتخاب خواهد شد. جزییات این روش در جدول زیر قابل مشاهده است.

جدول ۱: تعداد شرکت های نمونه

تعداد	شرح
۵۲۰	تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۸
(۷۹)	شرکتهای خارج شده از بورس یا منتقل شده به فرابورس
(۸۳)	شرکتهایی با وقف معاملاتی بالای سه ماه
(۹۱)	شرکتهای دارای پایان سال مالی غیر از ۱۲/۲۹
(۸۸)	شرکتهای فعال در حوزه های مالی و بانکی و هلدینگ و ...
(۶۵)	شرکتهایی فاقد اطلاعات لازم برای این تحقیق
۱۱۴	تعداد شرکت های مورد بررسی

### روش ها و ابزار گردآوری اطلاعات

جهت گردآوری اطلاعات در خصوص تبیین ادبیات پژوهش، از روش کتابخانه‌ای و مطالعات اسنادی استفاده گردیده و برای دستیابی به داده‌های مورد نظر برای پردازش فرضیه‌های پژوهش، از اطلاعات موجود در صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با مراجعه به سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران، استفاده شده است. ابزار گردآوری اطلاعات در این پژوهش، بانک‌های اطلاعاتی، اطلاعات استخراج شده از بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه‌ها، مقالات داخلی و خارجی و منابع اینترنتی معتبر و نرم افزار ره‌آوردنویس می‌باشد.

### ۵-مدل و نحوه اندازه گیری متغیرها:

برای بررسی روابط بین متغیرها در وهله نخست نیاز به در اختیار داشتن مدل کمی مناسب است. دو فرضیه تحقیق دارای دو مدل کمی مرتبط هستند که هر دو از تحقیق تاسکین و همکاران (۲۰۲۱)، برگرفته شده است. این دو مدل به شرح زیر هستند.

مدل ۱:

$$IN_{i,t} = \alpha + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Div_{i,t} + \beta_4 Grw_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل ۲:

$$IN_{i,t} = \alpha + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 AS_{i,t} + \beta_3 (Lev * AS)_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Div_{i,t} + \beta_6 Grw_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

## ۶- تجزیه و تحلیل آماری

### آمار توصیفی

به عنوان شروع تجزیه و تحلیل آماری، نیاز است تا گزارشی از کیفیت توزیع و پراکندگی و محدوده نوسان داده های عددی در اختیار مطالعه کنندگان قرار گیرد. این کار با استفاده از شاخص های آماری متنوعی انجام می شود که مهمترین آنها در جدول زیر برای متغیرهای پژوهش گزارش شده است. آنچه پیداست این است نزدیکی میانگین به میانه و همچنین انحراف معیار پایین اغلب داده ها نشان از توزیع مناسب آنها نزدیک به میانگین دارد.

جدول شماره ۲: شاخص های توصیفی متغیرهای پژوهش

شاخص آماری					
متغیر	نماد	حداکثر	حداقل	میانگین	انحراف معیار
سرمایه گذاری	INV	۰/۶۳	-۰/۳۲	۰/۱۹	۰/۱۴
اهرم مالی	LEV	۰/۹۲	۰/۰۱	۰/۵۷	۰/۲۲
عدم تقارن اطلاعاتی	INF	۰/۸۶	۰/۱۸	۰/۵۵	۰/۱۹
اندازه شرکت	SIZE	۸/۱۵	۴/۴۱	۶/۲۳	۰/۶۹
تقسیم سود	DIV	۱	۰	۰/۷۶	۰/۳۳
ارزش بازار به دفتری بازده سهام	MB	۸/۶۲	۰/۱۹	۳/۸۸	۲/۰۰۹
نرخ رشد فروش	GRW	۸/۶۰	۳/۸۶	۶/۱۲	۰/۷۱

### آمار استنباطی

**آزمون مانایی:** بر طبق قاعده چنانچه متغیرها مانا نباشد، باعث بروز مشکلی به نام رگرسیون کاذب می شود. برای اطمینان از مانایی داده از آزمونهایی مختلف استفاده می شود که در این پژوهش از آزمون لوین، لین، چو بهره گرفته شده است. با توجه به رد فرض صفر این آزمون کلیه متغیرها مانا هستند.

جدول شماره ۳: آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری آماره آزمون
سرمایه گذاری	-۲۶/۱۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۷/۰۷	۰/۰۰۰
عدم تقارن اطلاعاتی	-۶۷/۳۹	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۷۷/۲۲	۰/۰۰۰
تقسیم سود	-۹۶/۳۴	۰/۰۰۰
ارزش بازار به دفتری بازده سهام	-۳۳/۲۶	۰/۰۰۰
نرخ رشد فروش	-۲۶/۱۴	۰/۰۰۰

#### بررسی فرضیه نخست پژوهش

#### آزمونهای تعیین روش

نخستین گام در برآورد مدل نخست پژوهش تعیین روش آن و تعریف الگوی کار برای نرم افزار است. در واقع شناسایی یکی از روشهای دسته بندی داده ها از میان داده های سری زمانی، مقطعی یا تلفیقی برای نرم افزار ایویوز در این مرحله صورت می گردد. در این مرحله دو دسته آزمون صورت گرفته است. آزمون لیمر که نتایج آن با رد فرض صفر نشان داد که داده ها از نوع پانلی هستند و در ادامه نیز با انجام آزمون هاسمن و رد فرض صفر آن مشخص شد که داده ها از نوع پانلی به روش اثرات ثابت هستند. نتایج این دو آزمون در ادامه آورده شده است.

جدول ۴: نتایج آزمون لیمر

وضعیت	احتمال آماره	آماره آزمون
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۲۵/۹۹

جدول ۵: نتایج آزمون هاسمن

وضعیت	احتمال آماره	آماره آزمون
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۵۰/۰۹

### آزمونهای سنجش نیکویی برازش

در هر برآورد رگرسیونی، احتمال بروز رگرسیون کاذب وجود دارد که باعث می شود تا نتایج به دست آمده غیرقابل اعتماد باشند. بنابراین ضروری است تا با انجام تعدادی آزمون نسبت به سنجش نیکویی برآورد انجام شده مطمئن شد. در این بخش به ترتیب آزمونهای زیر انجام شده اند.

### آزمون ال. ام. آرچ

این آزمون به منظور سنجش وجود ناهمسانی واریانس در باقیمانده های مدل انجام می پذیرد و تایید فرض صفر به معنای عدم وجود مشکل مذکور و مناسب بودن برازش است. نتایج جدول ۶ با تایید فرض صفر وجود مشکل ناهمسانی واریانس را رد می نماید بنابراین از روش *OLS* در برآورد مدل استفاده می شود.

جدول ۶: نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

وضعیت	احتمال آماره	آماره آزمون
تایید فرض صفر	۰/۹۸۲۰	۰/۰۰۰۵

### آزمون دوریین - واتسون

هدف از انجام این آزمون بررسی عدم وجود خودهمبستگی پیاپی در مدل است که با قرار گرفتن آماره این آزمون ( $1/70$ )، در محدوده مطلوب  $1/5$  تا  $2/5$ ، وجود مشکل فوق رد می شود.

### آزمون $F$ فیشر

این آزمون از دیدگاهی کلی کفایت مدل را تایید می کند. در صورتی که احتمال آماره این آزمون زیر  $0/05$  قرار گیرد با رد فرض صفر، کفایت کلی مدل تایید می شود که با توجه نتایج مندرج در جدول ۷، این مسئله تایید شده است.



بررسی اثر تعدیلگر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه و ...

جدول ۷: نتایج آزمون  $F$  فیشر

وضعیت	احتمال آماره	آماره آزمون
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۳۰/۴۷

برآورد مدل به روش رگرسیون چند متغیره خطی

به دنبال احراز کلیه شرایط مقتضی طبق جدول ۴-۷ نسبت به تفسیر روابط اقدام می شود.

جدول ۸: نتایج برآورد مدل

متغیر وابسته: سرمایه گذاری

متغیر	ضریب	آماره $t$	سطح معناداری آماره $t$
عدد ثابت	۰/۳۸	۲/۳۸	۰/۰۱۸۲
اهرم مالی	-۰/۱۹	-۳/۱۴	۰/۰۰۲۵
اندازه شرکت	-۰/۲۰	-۵/۲۸	۰/۰۰۰
تقسیم سود	۰/۱۴	۲/۲۷	۰/۰۲۳۴
ارزش بازار به دفتری بازده سهام	۰/۰۱	۰/۷۶	۰/۴۴۴۸
نرخ رشد فروش	۰/۱۷	۵/۵۶	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۵		

بر اساس نتایج به دست آمده، ضریب متغیر اهرم مالی برابر با  $-۰/۱۹$  با سطح معناداری  $۰/۰۰۲۵$  است، بنابراین ضمن تایید فرضیه نخست پژوهش می توان بیان داشت که اهرم مالی تاثیر منفی و معناداری بر تصمیمات سرمایه گذاری دارد.

بررسی فرضیه دوم پژوهش

آزمونهای تعیین روش

در این مرحله آزمون لیمر که نتایج آن با رد فرض صفر نشان داد که داده ها از نوع پانلی هستند و در ادامه نیز با انجام آزمون هاسمن و رد فرض صفر آن مشخص شد که داده ها از نوع پانلی به روش اثرات ثابت هستند. نتایج این دو آزمون در ادامه آورده شده است.

جدول ۹: نتایج آزمون لیمر

وضعیت	احتمال آماره	آماره آزمون
-------	--------------	-------------

رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۱۰/۹۷
------------	-------	-------

جدول ۱۰: نتایج آزمون هاسمن

وضعیت	احتمال آماره	آماره آزمون
رد فرض صفر	۰/۰۳۷۵	۷۶/۹۰

### آزمونهای سنجش نیکویی برازش

در این بخش به ترتیب آزمونهای زیر انجام شده اند.

#### آزمون ال. ام. آرچ

نتایج جدول ۱۱ با تایید فرض صفر وجود مشکل ناهمسانی واریانس را رد می نماید بنابراین از روش *OLS* در برآورد مدل استفاده می شود.

جدول ۱۱: نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

وضعیت	احتمال آماره	آماره آزمون
تایید فرض صفر	۰/۷۲۹۳	۰/۱۱

#### آزمون دوریین - واتسون

هدف از انجام این آزمون بررسی عدم وجود خودهمبستگی پیاپی در مدل است که با قرار گرفتن آماره این آزمون (۱/۷۷)، در محدوده مطلوب ۱/۵ تا ۲/۵، وجود مشکل فوق رد می شود.

#### ج) آزمون *F* فیشر

این آزمون از دیدگاهی کلی کفایت مدل را تایید می کند. در صورتی که احتمال آماره این آزمون زیر ۰/۰۵ قرار گیرد با رد فرض صفر، کفایت کلی مدل تایید می شود که با توجه نتایج مندرج در جدول ۱۲، این مسئله تایید شده است.

جدول ۱۲: نتایج آزمون *F* فیشر

وضعیت	احتمال آماره	آماره آزمون
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۱۲/۲۸

### برآورد مدل به روش رگرسیون چند متغیره خطی

به دنبال احراز کلیه شرایط مقتضی طبق جدول ۴-۱۲ نسبت به تفسیر روابط اقدام می شود.

جدول ۱۳: نتایج برآورد مدل

متغیر وابسته: سرمایه گذاری

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری آماره t
عدد ثابت	۰/۳۰	۲/۷۷	۰/۰۱۹۵
اهرم مالی	-۰/۲۰	-۳/۶۰	۰/۰۰۱۱
عدم تقارن اطلاعاتی	-۰/۳۵	-۶/۶۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی ضریب عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۲۹	۵/۲۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۲۷	-۶/۵۹	۰/۰۰۰
تقسیم سود	۰/۱۱	۰/۲۰۳	۰/۰۳۰۲
ارزش بازار به دفتری بازده سهام	۰/۰۱	۰/۶۵	۰/۵۰۲۲
نرخ رشد فروش	۰/۱۲	۳/۸۰	۰/۰۰۱۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۰		

بر اساس نتایج به دست آمده، می توان دید که ضریب شاخص تعدیلگر اهرم مالی ضریب عدم تقارن اطلاعاتی مثبت و معنادار است بنابراین م بتوان نتیجه گرفت که عدم تقارن اطلاعاتی اثر تعدیلگر افزایشی بر رابطه بین اهرم مالی و سرمایه گذاری دارد.

### ۷- نتیجه گیری

بی تردید هدف کلیه ذی نفعان از فعالیت های شرکتهای فعال در بازار سرمایه، کسب سودآوری است. این مسئله که مدیران با چه تدابیری در این زمینه فعالیت کنند حائز اهمیت است. در این تحقیق در همین راستا مشخص شد که بالا بودن اهرم مالی منجر به کاهش سرمایه گذاری خواهد شد.

بر اساس ادبیات موجود، شرکتها به دلیل دشواری فعالیت و کاهش سودآوری، تمایل چندانی به تامین هزینه پر بهره ندارند. در حقیقت اخذ وام به دلیل پر هزینه بودن می‌تواند تاثیر اهرم عملیاتی بر درآمد ناشی از فروش را تضعیف نماید. از این رو شرکت در صورت موفقیت در فروش بالاتر تمایلی به تامین هزینه گرانتر نخواهد داشت. در واقع این مسئله مؤید این نکته است که شرکتها از وام‌های پر بهره به منظور سرمایه‌گذاری استفاده نمی‌کنند و این می‌تواند وسیله‌ای برای افزایش میزان بدهی و بهره‌گیری از تخفیفات مالیاتی آنها باشد. این یافته را می‌توان همسو با یافته تحقیقات تاسکین و همکاران (۲۰۲۱) و جبران و همکاران (۲۰۱۹) دانست.

در عین حال بخش دوم نتایج نشان داده است که عدم تقارن اطلاعاتی هم خود تاثیر منفی بر سرمایه‌گذاری دارد و هم به عنوان متغیر تعدیلگر تاثیر منفی اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری را تقویت میکند.

حدود عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران را میتوان به عنوان احتمال این که یک سفارش خرید یا فروش خاص، ناشی از وجود یک سرمایه‌گذار با اطلاعات خصوصی باشد، توصیف کرد؛ بنابراین، به منظور حفظ منافع سهامداران و سایر افراد ذینفع، افشای اطلاعات ضرورت دارد (حساس یگانه و نادى قمى، ۱۳۸۵).

شرکتهایی که سطح بالایی از افشای اطلاعات را فراهم می‌آورند، شکاف اطلاعاتی را بین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه کاهش میدهند. این به همه سرمایه‌گذاران درباره اینکه معاملات سهام با یک قیمت عادلانه صورت می‌گیرند اطمینان بیشتری می‌دهد و موجب افزایش ارزش شرکت می‌گردد (خواجوی و علیزاده طلاتپه، ۱۳۹۳). بنابراین کاهش سطح شفافیت و متعاقب آن افزایش عدم تقارن اطلاعاتی موجب روگردانی سهامداران و سرمایه‌گذاران شده و در نتیجه توان تامین مالی شرکت به منظور سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. این یافته از تحقیق را می‌توان همسو با نتایج تحقیقات سرابی (۱۳۹۷)، کثیری (۱۳۹۸) و تاسکین و همکاران (۲۰۲۱) دانست.

## ۸- منابع

- ابراهیمی، بهنام و واعظ برزانی، محمد (۱۳۹۳)، تحلیل نظری تاثیر خلق اعتبار بر بحران مالی، حسابداری اقتصاد اسلامی، شماره ۱۰، صص ۲۷-۵۰
- ابراهیمی، سیدکاظم، بهرامی نسب، علی و ممشلی، رضا (۱۳۹۵)، تاثیر بحران مالی بر کیفیت سود، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴، دوره ۲۳، صص ۴۴۴-۴۱۵
- تهرانی، رضا و نوربخش، عسکر (۱۳۸۵)، مدیریت سرمایه گذاری، تهران، نگاه دانش.
- جمالی، امیرعلی و بیگ رضایی، فائزه و عظیمی، سارا (۱۴۰۰). افشاء عمومی و عدم تقارن اطلاعاتی، کنفرانس ملی دستاوردهای نوین در پژوهش‌های مدیریت، اقتصاد و حسابداری، اصفهان، <https://civilica.com/doc/1293140>
- جنانی، محمدحسن و مرادی، سمیه (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین اهرم مالی و اهرم عملیاتی با ارزش بازار سهام شرکتها در بازار سرمایه ایران، همایش سراسری مباحث کلیدی در علوم مدیریت و حسابداری، تهران
- حساس یگانه، یحیی؛ رئیسی، زهره و حسینی، سیدمجتبی (۱۳۸۵)، رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت، علوم مدیریت ایران، شماره ۱۳، صص ۱۰۰-۷۵
- حجازی، رضوان؛ ولیپور، هاشم و سیامر، مهنوش (۱۳۹۱)، کاربرد نظریه ترجیحی در تامین مالی، فصلنامه دانش مالی، شماره ۱۵، صص ۳۱-۴۶
- خواجهی، شکراله و علیزاده طلائی، وحید (۱۳۹۳)، بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری- مالی، شماره ۴۲، صص ۸۹-۱۱۵
- دارابی، رویا و سعیدی، عطیه (۱۳۹۰)، ارزیابی بین اهرم عملیاتی با ریسک سیستماتیک و بازده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۵، صص ۱۴۵-۱۶۲
- دموری، داریوش و قدک فروشان، مریم (۱۳۹۷)، سیاستهای تأمین مالی و کارایی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، شماره ۲۳، صص ۱۵۷-۱۷۵
- دیدار، حمزه و بیگی، خدیجه (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۴، صص ۲۷۰-۱۹۷

- رستمی، نعمت و ستوده نیا، محمد، ۱۳۹۵، تاثیر اهرم های عملیاتی و ریسک ناشی از تغییرات ارزش بر سودآوری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین المللی اقتصاد، مدیریت، حسابداری با رویکرد ارزش آفرینی، شیراز
- رزم دیده، مصیب (۱۳۸۵)، بررسی رابطه بین اهرم مالی با ریسک و بازده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد سری زمانی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران
- رضایی، فرزین؛ محسنی، رضا و رایقی، مریم (۱۳۹۲)، مقایسه عوامل موثر بر نرخ بازده دارایی با تاکید بر راهبرد تجاری، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، شماره ۱۷، صص ۱-۱۳
- صالح نژاد، حسن و غیور، وحید (۱۳۹۰)، تاثیر نرخ بازده دارایی ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی بر قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت، شماره ۱۸، صص ۱۷-۳۸
- عرب مازار یزدی، محمد؛ ارزیتون، رضا (۱۳۸۷)، رابطه ویژگیهای ساختار مالی و عملکردی شرکتهای با سطح افشای اطلاعات در صورتهای ملی. دانش حسابرسی شماره ۲۲، صص ۲۰-
- غلامی، غلامرضا (۱۳۸۲)، بررسی ارتباط بین تغییرات اهرم های عملیاتی، مالی و مرکب با تغییرات بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران
- قربانی، بهزاد (۱۳۹۵)، تاثیر افشای اختیاری اطلاعات سرمایه فکری بر عدم تقارن اطلاعاتی، دانش حسابداری- مالی، شماره ۱۱، صص ۱۸۸-۱۷۳
- کتیری، فاطمه (۱۳۹۸)، بررسی تاثیر عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین اهرم مالی و سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی مازیار
- کرمانی، مصطفی (۱۳۹۱)، رابطه مدیریت سرمایه در گردش، اهرم مالی و اهرم عملیاتی با سودآوری شرکتهای بخش خودرو در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازنداران
- کنعانی، اکبر؛ حجازی، رضوان و قنبری، مهرداد. (۱۳۹۸). بررسی ارتباط بین کارایی مدیریت و عدم تقارن اطلاعاتی، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۳، صص ۲۳-۴۰
- مشایخی، بابک و صفری، مریم (۱۳۸۵)، «وجه نقد ناشی از عملیات و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران»، فصل نامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال سیزدهم، شماره ۴۴، صص ۷۳-۶۴

مزینی، امیرحسین (۱۳۹۰)، ارزیابی روش های تامین مالی در اقتصاد ایران، مجله راهبرد توسعه، شماره ۲۶، صص ۱۷۷-۲۰۹

هندرکسن، ا. و مایکل ون بردا، ترجمه علی پارسائیان (۱۳۸۵)، «تئوریهای حسابداری»، انتشارات ترمه، جلد اول و دوم.

ولک دادت، ترجمه علی پارسائیان (۱۳۷۷)، «تئوری حسابداری»، انتشارات ترمه، جلد اول و دوم.

- Aivazian, V.A., Ge, Y., Qiu, J., 2005. The impact of leverage on firm investment: canadian evidence. *J. Corp. Financ.* 11 (1-2), 277-291.
- An, H., Chen, Y., Luo, D., Zhang, T., 2016. Political uncertainty and corporate investment: evidence from China. *J. Corp. Financ.* 36, 174-189.
- Anderson M.C., Banker R.D., Janakiraman S.N. (2003), "Are Selling, General, and Administrative Costs "Sticky"?", *Journal of Accounting Research*, Vol.41, No. 1, pp. 47-63.
- Baum, C.F., Caglayan, M., Talavera, O., 2010. On the investment sensitivity of debt under uncertainty. *Econ. Lett.* 106 (1), 25-27.
- Chen Z., Harford J., Kamara A. (2018), "Operating Leverage, Profitability, and Capital Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 00, No.00, pp. 1-24.
- Davis , James (2001) " Explaining stock Returns :A Literature Survey " , Available at : www.Dfous .com .
- Devprasad , Garry D, Bruthon and reas G ., Merikas (1997) " Long Run Strategic Capital Stoucture " , *Journal of Finalial and Strategic Veaisions* , Vol 10.
- Demedeiros .OR, PRB, Lustosa. JA, Dantas (2006) " The Impact of the Degree of Operating Leverage on Stock Returns " : An Empirical Study in the Brazillian Market .
- Dugan .MT, KA, Shrirer (2005)" An Empirical Comparison of Alternative Methods for the Estimation of the Operating Leverage " , *Financial Review – Volume 27- PP409-421* .
- Fama F.E., MacBeth J.D. (1973), "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests.", *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3, pp. 607-636.
- Firth, M., Lin, C., Wong, S.M., 2008. Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: evidence from China. *J. Corp. Financ.* 14 (5), 642-653.
- Jang H., Yoon Y. (2004), "An Empirical Test of Negative Correlations between Operating and Financial Leverages", *The Korean Journal of Financial Management*, Vol. 21, No. 1, pp. 33-58.
- Goo J. (1994), "Analysis of Business Risks and Financial Risks of Korean Companies and their Impact on Corporate Profits", *The Korean Journal of Financial Management*, Vol. 11, No. 1, pp. 31-72.
- Graham R.J. (2000), "How Big Are the Tax Benefits of Debt?", *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 5, pp. 1901-1941.
- Guthris.G (2006) " A Note on Operating Leverage and Expected Rates of Return " , Victoria University of Wellington – School of Economics & Finance.
- Kayhan A., Titman S. (2007), "Firms' histories and their capital structures", *Journal of Finance Economics* 83, pp. 1-32.
- Kim H. (2011), "Financial Leverage of Korean Business Conglomerates "Chaebols" in the Post-Asian Financial Crisis", *Journal of academia-industrial technology*, Vol. 12, No. 2, pp. 699-711.

- Lev . B . (1974) " on the Association Between Operating Leverage and Risk " , Journal of Financial And Quantative Analysis .
- Lee D., Cho J. (2016), "Cyclical Patterns of Debt and Equity Financing in Korean Firms.", Asian Review of Financial Research, Vol. 29, No. 2, pp. 235-264.
- Lee J. Shin M. (2017), "The Effects of Cost Structure on Corporate Capital Structure", Journal of Industrial Economics and Business 30(5), 1683-1706.
- Lim H., Baek S., Lee Y. (2011), "Investigation of the cause of the value effect in Korean Stock Market: Based on Operating Leverage Hypothesis", Korea Accounting Information Association, Vol. 29, No. 1, pp. 133-157.
- Mandelker N.G., Rhee G.S. (1984), "The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common stock", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 19, No. 1, pp. 45-57.
- Mandelker G.N , and S.G khee (1984) " The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock ", Journal of Financial and Quantitative Analysis .
- Ohlson J.A. (1980), "Financial Ratios and the Probabilities Prediction of Bankruptcy." Journal of Accounting Research, 19, pp. 109-131.
- Penman.SH, D, Nissim (2003) " Financial Statement Analysis of Lelerage and How it Informs about Profitability an Price " , Review of Accounting Studies , No8, spring, PP530-560 .
- Rajan G.R., Zingales L. (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", The Journal of Finance, Vol. 50, No. 5, pp. 1421-1460.
- Shin D. (2006), "The Financing Behavior and Financial Structure Determinants of Korean Manufacturing Firms", The Korean Journal of Financial Management, Vol. 23, No.2, pp. 109-141.
- Son S. (2005), "Information Contents of Changes in Financial Leverage", Korea Journal of Business Administration, Vol. 53, pp. 2893-2915.
- Taskin, D., Hunjra, A, & Ahmad, M. (2021), Do asymmetric information and leverage affect investment decisions?, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 29, No. 7, pp. 8-17.
- Tin, A., (2020), "The Impact of Operating Leverage on Profitability and Financial Leverage in Korean Market, Korea Accounting Information Association, Vol. 29, No. 1, pp. 133-157
- Yang D. (2006), "A Study on the Relationship between Leverage and Degree of Leverage", Korean Accounting Association, pp. 269-290.
- Yang H. (1986), "The Effect of Leverage on the Systematic Risk of Common Stock", Inha University graduate school.
- Yoon B. (2005), "A long—run Analysis of the Determinants of Capital Structure.", Korean Management Review, Vol. 34, No. 4, pp. 973-1000.
- Yoon Y. (2003), "An Empirical Analysis of Correlation between Operating and Financial leverage for Manufacturing Companies Listed in the Korean Stock Exchange", Inha University graduate school, p. 116-118.
- Welch I. (2004), "Capital Structure and Stock Returns", Journal of Political Economy, 112, pp.106-131.