

## تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر مهدی علی نژاد ساروکلائی

استادیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تبریز، گروه حسابداری، تبریز، ایران

عباس شول

مریبه دانشگاه ولی عصر (عج) رفسنجان، گروه مدیریت صنعتی، رفسنجان، ایران

مریم بحرینی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات سیرجان، گروه

حسابداری، سیرجان، ایران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۳/۲۰ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۰۷/۲۹

### چکیده

در این پژوهش تأثیر اندازه شرکت، رشد شرکت و اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به مبانی نظری و ادبیات موضوع برای تجزیه و تحلیل داده‌ها، یک مدل رگرسیون تدوین و مورد استفاده قرار گرفت. جامعه آماری این پژوهش شامل ۸۵ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که قبل از فروردین ۱۳۸۰ وارد بورس اوراق بهادار تهران شده و تا پایان سال ۱۳۹۰ عضو بورس باشند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد که اندازه شرکت و رشد شرکت تأثیر مثبت و معنی داری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند ولی اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیری ندارد، اما با توجه به در نظر گرفتن اندازه شرکت در شرکت‌های بزرگ اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معنی دار دارد، یعنی با افزایش اهرم مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد.

**واژه‌های کلیدی:** فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اهرم مالی، رشد شرکت و اندازه شرکت

## مقدمه

همه مردم به نوعی دارای ثروتی هستند، که ناشی از ارائه خدمات آن‌ها در بازار کار است، و در بیشتر مواقع تصمیم‌گیری‌هایی را در خصوص سرمایه‌گذاری خود انجام می‌دهند. و به دنبال حداکثر کردن بازده پس انداز خود از طریق سرمایه‌گذاری می‌باشند. لذا هر گونه اطلاعاتی که با استفاده از آن بتوان میزان رشد شرکت را پیش بینی نمود مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. سرمایه‌گذاران نیز به دنبال حداکثر کردن ثروت خود هستند. فرصت‌های رشد نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. در این میان سرمایه‌گذاران همیشه باید در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند زیرا آنچه باعث موفقیت می‌گردد استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود است. فرصت‌های سرمایه‌گذاری در طی مراحل مختلف دارای چرخه عمر متفاوت است. و شرکتی که از انعطاف پذیری بالایی جهت استفاده از این فرصت‌ها برخوردار باشد، چشم انداز روشنی از آینده آن متصور است.

## بیان مسئله

هاشمی و ساعدی (۱۳۸۸) در پژوهشی بیان نمودند که اندازه، رشد و اهرم مالی جزء ویژگی‌های خاص شرکت می‌باشند. که می‌توانند تأثیراتی بر محتوای اطلاعاتی سود و جریان‌های نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام داشته باشند. در این پژوهش نیز تأثیرات این ویژگی‌های خاص بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گرفته است. سرمایه‌گذاری عبارت است از تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری می‌شود [۱۲]. یکی از روش‌های برتر تفسیر اطلاعات، بررسی فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. فرصت‌های سرمایه‌گذاری در واقع توانایی بالقوه سرمایه‌گذاران را نشان می‌دهد. بدین معنی که هر چقدر توانایی انجام سرمایه‌گذاری شرکت در آینده باشد، شرکت دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری است [۷]. آینده نگری گروه‌های استفاده کننده از صورت‌های مالی همواره حسابداران را به جستجوی روش‌های برتر برای تفسیر اطلاعات مالی هدایت کرده است، مدیران نتایج عملیات آتی یک واحد تجاری و توان جذب سرمایه را با اهمیت می‌دانند و رضایت سهامداران نیز در

گرو عملکرد مورد انتظار آنهاست که در این میان یکی از روش‌های برتر تفسیر اطلاعات بررسی فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. مطالعه دقیق فرصت‌های سرمایه‌گذاری باعث مدیریت بهتر و افزایش ثروت سهامداران می‌شود. سرمایه‌گذاری وجوه مالی در دارایی‌های مختلف، تنها بخشی از کل تصمیم‌گیری‌ها و برنامه‌ریزی‌های مالی است که اغلب افراد انجام می‌دهند. قبل از اینکه افراد سرمایه‌گذاری انجام دهند، هر فردی باید یک طرح کلی داشته باشد. این چنین طرحی باید دربرگیرنده تصمیم‌گیری مربوط به انجام معامله، نحوه مالکیت، طول عمر دارایی و میزان سودآوری آن باشد. بیان فرآیند فرصت‌های سرمایه‌گذاری مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری است. در این حالت فعالیت‌های مربوط به فرآیند تصمیم‌گیری تجزیه و تحلیل شده و عوامل مهمی که بر روی تصمیم‌گیری آن‌ها تأثیر گذار می‌باشد مورد بررسی قرار می‌گیرد. بنابراین سرمایه‌گذاران به دنبال بازده بیشتر می‌باشند و رابطه میان ریسک و بازده سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار می‌دهند [۱۲]. طبق نظر جنسن (۱۹۶۸) هرچه فرصت‌های سرمایه‌گذاری افزایش پیدا کند، اکثر وجوه مازاد در جهت افزایش ثروت سهامداران و سرمایه‌گذاران از طریق سرمایه‌گذاری در فرصت‌های موجود مورد استفاده قرار می‌گیرد و افزایش در وجوه مازاد منجر به کاهش این وجوه خواهد شد. بنابراین با توجه به مباحث مطرح شده سوال اصلی پژوهش به این صورت بیان می‌شود که آیا ویژگی‌های خاص شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارند؟

### **اهمیت پژوهش**

اهمیت این پژوهش از جنبه علمی شناخت برخی از عوامل اثرگذار بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. شناخت عوامل اقتصادی و محیطی نقش تعیین‌کننده‌ای در سرمایه‌گذاری دارند. با توجه به اهمیت این پژوهش، هدف از این پژوهش شناسایی ویژگی‌های خاص (اندازه شرکت، رشد شرکت و اهرم مالی) موثر بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری است.

### **پیشینه پژوهش**

بی و ویجواردانا<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) اهرم مالی، میزان رشد و توان مالی شرکت‌های سریلانکا را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که رابطه مثبتی بین اهرم مالی با رشد شرکت و توان مالی در شرکت‌های سریلانکا وجود دارد. بر عکس این موقعیت از این نگرش حمایت می‌کند که بین اهرم مالی و سایر متغیرهای رشد به جای یک رابطه منفی یک رابطه مثبت وجود دارد. که با استفاده از علایم منفی مربوط به رشد آینده شرکت نشان داده شده است. که در نتیجه نشان می‌دهد تحقیق اهرم مالی بدون بررسی همه جوانب تحقیقی ناقص بشمار می‌رود.

فرانکلین و موتاسامی<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) پژوهشی با عنوان تأثیر اهرم بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها انجام دادند. نتایج نشان داد که بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری رابطه معنادار مثبتی وجود دارد و همچنین دریافتند که جریان نقد و سود انباشته، نقش معناداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری دارند.

سانگ<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) رابطه بین اهرم مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را برای شرکت‌های چینی بررسی کرد. خلاصه یافته‌های پژوهش حاکی از این است که شرکت‌هایی که رشد بیشتری دارند نسبت‌های اهرمی کمتری دارند. همچنین شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر بدهی بیشتری را برای سرمایه‌گذاری متحمل می‌شوند.

آهن و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های متنوع در بورس لندن طی دوره زمانی ۱۹۸۲ تا ۱۹۹۷ پرداخته‌اند. خلاصه نتایج پژوهش حاکی از این مطلب است که اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد. همچنین شرکت‌هایی که دارای اهرم مالی بالا هستند، محدودیتی را بر سرمایه‌گذاری تحمیل می‌کنند و هرچه بدهی شرکت‌ها بیشتر باشد، سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌ای در آن‌ها کمتر است.

- 
- 1 Bei & Wijewardana
  - 2 Farnklin & Muthsamy
  - 3 Sung
  - 4 Ahn, et al

بی کی جگی و فردیناند<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) در پژوهش خود تجزیه و تحلیل اثرات فرصت‌های سرمایه‌گذاری، جریان‌ات نقد آزاد و اندازه شرکت را بر خط مشی بدهی مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین هستند بین جریان نقد آزاد و میزان بدهی آن‌ها ارتباط وجود دارد و بر اساس اندازه شرکت نیز بین میزان بدهی و جریان نقد آزاد برای شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین ارتباط وجود دارد.

راجان و زیگلنر<sup>۲</sup> (۱۹۹۵) پژوهشی با عنوان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سطح تأمین مالی انجام دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و بدهی رابطه معکوس وجود دارد و همچنین در پژوهش خود شواهدی دال بر وجود همبستگی منفی بین نسبت ارزش بازار به دفتری با تأمین مالی از طریق بدهی به دست آوردند که نشان‌دهنده این نکته می‌باشد که از شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا انتظار می‌رود سطح بدهی پایین‌تری داشته باشند.

رضائی و گرکز (۱۳۹۳) در پژوهشی اثر تغییرات سرمایه در گردش بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین تغییرات سرمایه در گردش شرکت و فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه معکوس و معنی‌دار وجود دارد. حجازی و خادمی (۱۳۹۲) تاثیر عوامل اقتصادی و ویژگی‌های شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند و به این نتایج رسیدند که بین ساختار سرمایه شرکت‌ها با نقدینگی و تورم رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. اما بین ساختار سرمایه شرکت با ساختار دارایی، اندازه شرکت و رشد اقتصادی رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد.

سیرانی و سلطان آبادی (۱۳۹۲) رابطه بین ویژگی‌های شرکت و میزان رعایت استانداردهای حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. و به این نتیجه رسیدند که استانداردهای حسابداری ایران در شرکت‌های مورد بررسی در سطح بالایی رعایت شده‌اند. و متغیرهای اندازه شرکت،

---

1 Bikki Jaggi & Ferdinand

2Rajan & Ziglnez

مدت حضور شرکت در بورس و عمر شرکت تاثیر معنی داری بر میزان رعایت استانداردهای حسابداری ندارند. اما سودآوری شرکت تاثیر معنادار و مستقیم بر میزان رعایت استانداردهای حسابداری دارد.

ستایش و ذولفقاری (۱۳۹۰) در پژوهشی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر نسبت‌های بدهی و تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین جریان نقدی آزاد و نسبت بدهی شرکت‌ها، رابطه معنی دار منفی وجود دارد؛ اما بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نسبت بدهی شرکت، رابطه معنی داری وجود ندارد. علاوه بر آن، بین جریان نقدی آزاد و نسبت تقسیم سود شرکت‌ها، رابطه معنی دار وجود دارد؛ اما بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نسبت تقسیم سود، رابطه معنی دار و مثبتی وجود دارد.

کریمی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و منفی وجود دارد. و همچنین نتایج نشان داد که بین فرصت‌های رشد و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معنی داری وجود ندارد.

نوروش و یزدانی (۱۳۸۹) در پژوهش خود به بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج پژوهش حاکی از این است که ارتباط منفی و معنادار بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری وجود دارد و بین جریان‌های نقدی و سرمایه‌گذاری ارتباط معنادار وجود ندارد همچنین ارتباط اهرم مالی با سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های با فرصت‌های رشد کمتر، قوی‌تر از شرکت‌های با رشد بیشتر است.

جعفری (۱۳۸۳) پژوهشی با عنوان ارتباط فرصت‌های سرمایه‌گذاری با سطح بدهی، سود خالص و جریان‌های نقد عملیاتی انجام داد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با سطح بدهی و جریان نقد عملیاتی رابطه منفی و میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری با سود خالص رابطه مثبت وجود دارد.

### مبانی نظری پژوهش

**فرصت‌های سرمایه‌گذاری:** فرصت‌های سرمایه‌گذاری خودبه‌خود اتفاق نمی‌افتند. بلکه آن‌ها را بایستی شناسایی نمود و یا اینکه آن‌ها را به‌وجود آورد. انواع مختلف فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است از سطوح مختلف بخش‌های شرکت سرچشمه بگیرد برخی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است توسط مدیریت عالی سازمان یا اعضای هیئت‌مدیره ارائه شود مشارکت مدیریت عالی در ارائه فرصت‌های سرمایه‌گذاری معمولاً به اقدامات استراتژیک نظیر بسط و گسترش فعالیت شرکت از طریق سیاست‌های مالی و ورود به بازارهای جدید محدود می‌شود نظر به اینکه فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجب تخصیص منابع مالی شرکت به منظور تحصیل درآمد یا کاهش هزینه‌ها می‌شود لذا ممکن است سیاست‌های مالی منظم و اصولی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری از سوی شرکت به اجرا گذاشته شود [۶]. اصولاً یک فرصت سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده مجموعه‌ای از سیاست‌ها و خط‌مشی‌های سرمایه‌گذاری است و با گذشت زمان همواره مورد تجدیدنظر شرکت قرار می‌گیرد [۱]. یکی از جدیدترین روش‌های تحلیل اطلاعات اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. فرصت‌های سرمایه‌گذاری به‌وسیله نسبتی از ارزش شرکت معرفی شده‌که این نسبت نیز به‌وسیله دارایی‌ها محاسبه می‌شود. مسئله حساس و بااهمیت در اتخاذ تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، تشخیص وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب و سودآور است. با توجه به اینکه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یک متغیر غیرقابل مشاهده یاد می‌شود، اندازه‌گیری و ارزیابی همه فرصت‌های یک شرکت در یک جا مشکل است. اما برای رفع این مشکل محققین از معیارهای متفاوت در طی دوره‌های مختلف استفاده نموده‌اند [۱۰].

**اهرم مالی:** اهرم به معنی وجود هزینه‌های ثابت در میان هزینه‌های شرکت است [۳]. اهرم مالی، میزان کلی بدهی‌های شرکت را اندازه می‌گیرند. نسبت‌های مذکور منعکس‌کننده توانایی شرکت برای پاسخگویی به تعهدات کوتاه مدت و بلندمدت هستند. این نسبت‌ها از طریق مقایسه‌ی هزینه‌های ثابت و سود (از طریق صورت حساب سود و زیان) یا با ارتباط دادن بدهی‌ها با حقوق صاحبان سهام (از ترازنامه) محاسبه می‌شوند. نسبت‌های اهرم مالی برای وام‌دهندگان اهمیت دارند، زیرا نشان می‌دهد که آیا درآمد شرکت هزینه‌های ثابت و بهره را پوشش می‌دهند یا نه؟ سهامداران نیز به نسبت‌های اهرم مالی توجه دارند، زیرا بهره

یکی از اقسام هزینه‌ی شرکت است و با افزایش بدهی، هزینه بهره نیز افزایش می‌یابد. اهرم حاوی هشدار حاکمی از اطلاعات مدیریت درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. تئوری‌های ساختار سرمایه بیان می‌کنند که مدیران شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد مناسب باید اهرم کمتری انتخاب نمایند، زیرا اگر آن‌ها میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند، قادر نخواهند بود از مزایایی فرصت‌های سرمایه‌گذاریشان استفاده کنند [۱۵]. اهرم مالی میزان استفاده از بدهی برای تأمین مالی دارایی‌ها را نشان می‌دهد.

**رشد شرکت:** رشد شرکت از دیدگاه بازار سرمایه متغیر مهمی است. وانگ (۲۰۱۰) استدلال می‌کند که فرصت‌های رشد بالای شرکت اشاره به این دارد که شرکت دارایی‌های نامشهود بیشتری دارد و قصد دارد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآوری بیشتری داشته باشد. سرمایه‌گذاران نیز انتشار سهام توسط شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد بیشتر را به عنوان تأمین وجوه برای پروژه‌های محتمل آینده تفسیر می‌کنند. اگرچه معیارهای متفاوتی، مانند نسبت‌های  $P/E$  و  $M/B$  را می‌توان برای تبیین فرصت‌های رشد بکار برد اما آدام و گویان<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) و لوپز و ویسنته (۲۰۱۰) اعتقاد دارند که نسبت  $M/B$  دارای بیشترین محتوای اطلاعاتی در ارتباط فرصت‌های رشد است.

**اندازه شرکت:** مدیران معمولاً تمایل به رشد شرکت فراتر از اندازه بهینه آن دارند، زیرا رشد شرکت، قدرت مدیریت را با افزایش منابع تحت کنترل آن افزایش می‌دهد [۲۸]. شرکت‌های بزرگ به واسطه مقدار منابع مالی که نیاز است خریداری شوند، با احتمال کمتری در معرض تملک‌های ناخواسته قرار می‌گیرند. بنابراین، انتظار می‌رود که مدیران شرکت‌های بزرگ در خصوص سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی، قدرت و اختیار بیشتری داشته باشند که منجر به مقدار بیشتر مانده وجه نقد می‌شود [۲۲]. عرب صالحی و ضیایی (۱۳۸۹) در پژوهش خود برای محاسبه اندازه شرکت، لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های آن را به کار بردند. اندازه شرکت متغیر کلیدی در اداره و کنترل شرکت‌ها است نوع ساختار و چگونگی اعمال مدیریت و بهتر از همه روش‌های تأمین مالی در

---

1 Price-to-earning  
2 Market to book value  
3 Adam & goyal



شرکت‌های با اندازه بزرگ، با شرکت‌های با اندازه کوچک متفاوت است از نقطه نظر تئوریک، اثر اندازه در حاکمیت شرکتی مبهم است [۲۹].

### سؤالات پژوهش

- ۱ - آیا اندازه شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد؟
- ۲ - آیا رشد شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد؟
- ۳ - آیا اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد؟
- ۴ - آیا تأثیر رشد شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها با اندازه بزرگ، افزایش می‌یابد؟
- ۵ - آیا تأثیر اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها با اندازه بزرگ، افزایش می‌یابد؟

### فرضیه‌های پژوهش

- ۱ - اندازه شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.
- ۲ - رشد شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.
- ۳ - اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.
- ۴ - تأثیر رشد شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها با اندازه بزرگ، افزایش می‌یابد.
- ۵ - تأثیر اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها با اندازه بزرگ، افزایش می‌یابد.

### متغیرهای پژوهش

**اندازه شرکت:** در این پژوهش برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها استفاده می‌شود. که پس از جمع آوری اطلاعات مربوط به اندازه شرکت، با استفاده از مدل میانه شرکت‌ها به دو گروه بزرگ و کوچک تقسیم می‌شوند. استفاده از لگاریتم برای از بین بردن حالت غیرخطی داده‌های مربوط به اندازه شرکت بوده است. حالت غیرخطی داده‌ها به این دلیل به وجود می‌آید که ارزش دارایی‌های شرکت‌ها بسیار پراکنده است و استفاده از لگاریتم باعث تسهیل بررسی‌ها می‌شود [۸]. در این مقاله برای فرضیه‌های اول،

دوم و سوم اندازه شرکت به عنوان متغیر مستقل و برای فرضیه های چهارم و پنجم به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است.

**رشد شرکت:** در این پژوهش متغیر رشد شرکت یک متغیر مستقل است که از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان نماینده‌ای برای رشد شرکت استفاده می‌شود. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت برابر قیمت سهام شرکت در آخر سال در تعداد سهام و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، حقوق صاحبان سهام در ترازنامه است [۱۶].

**اهرم مالی:** در این پژوهش برای سنجش اهرم مالی شرکت از جمع کل بدهی‌ها به جمع کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

**فرصت‌های سرمایه‌گذاری:** متغیر وابسته در این پژوهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری است، که برای اندازه‌گیری آن بر اساس پژوهش بی کی جگی و فردنیاند (۱۹۹۹) از سه نسبت  $MBE$ ،  $MBA$  و  $EP$  استفاده می‌شود. محققین در این سنجش عنوان می‌کنند فرصت‌های سرمایه‌گذاری هر شرکت در ارزش بازار نهفته است و تفاوت بین ارزش بازار و دفتری به طور نسبی نشان‌دهنده فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت می‌باشد و نسبت سوم به عنوان نسبت مکمل بکار گرفته شده است، عددی که به عنوان فاکتور مشترک از این سه نسبت بدست می‌آید به مثابه نماینده‌ای برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد.

$MBA =$  ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها

$MBE =$  ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام

$EP =$  سود هر سهم به قیمت سهام در پایان سال مالی

ارزش بازار دارایی‌ها: جمع ارزش بازار سهام + (جمع ارزش دفتری سهام) ° جمع ارزش دفتری دارایی‌ها).

### روش پژوهش و گردآوری داده‌ها

این پژوهش، از لحاظ شیوه اجرا پژوهشی شبه تجربی و پس رویدادی، در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی است. اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و مباحث نظری از منابع کتابخانه‌ای و پایگاه‌های علمی و مقالات خارجی و داخلی جمع‌آوری شده است. داده‌های مورد نیاز برای انجام این پژوهش به صورت میدانی، عموماً با

استفاده از نرم افزار ره آورد نوین ۳ و پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است.

### جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که قبل از فروردین ۱۳۸۰ در بورس پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۰ نماد آن‌ها متوقف نشده باشد. بر اساس بررسی‌های صورت گرفته، نمونه آماری این پژوهش شامل ۸۵ شرکت است که قبل از اول فروردین ۱۳۸۰ وارد بورس اوراق بهادار تهران شده باشند و دارای ویژگی‌های زیر باشند:

- ۱ - برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.
- ۲ - در طی دوره مورد بررسی توقف فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ۳ - اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها، در طی دوره مورد بررسی موجود باشد.
- ۴ - جزء بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.

### روش تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

برای تحلیل اطلاعات گردآوری شده برای اثبات یا رد فرضیه‌ها از روش رگرسیون استفاده شده است و در این پژوهش تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم افزارهای SPSS و Stata صورت گرفته و از داده‌های تابلویی استفاده شده است. آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌ها صورت گرفته است و همچنین برای آزمون فرضیه‌ها از آزمون t استیودنت استفاده شده است.

### آزمون‌های مورد استفاده در این پژوهش

**آزمون F لیمر:** برای آزمون معنی‌دار بودن اثرات گروهی، از آماره F استفاده می‌شود. بنابراین در صورت وجود عرضاز

مبداء جدا گانه برای هر یک از مقطع، بر آورد مدل از طریق روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی انجام می‌شود [۱۹]. در واقع در صورت عدم وجود اختلاف در ویژگی‌های مقطعی، مدل فوق با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی قابل بر آورد است، اما در صورت وجود اثرات فردی، بایستی از روش پانلدیتا

برای برآورد مدل استفاده کرد. برای انتخاب بین مدل داده‌های ادغام شده و اثرهای ثابت از آزمون F لیم استفاده می‌شود. ساختار این آزمون فرضیه‌های برابر تندا:

پارامترهای عرضی از مبداء در تمام مکان‌ها (مقاطع) برابر هستند:  $H_0$

پارامترهای عرضی از مبداء در تمام مکان‌ها (مقاطع) برابر نیستند:  $H_1$

بنابراین در صورت رد فرضیه صفر روش داده‌های پانلی پذیرفته می‌شود.

حالاتی که به جهت وجود دور هیات متفاوت برای برآورد مدل از طریق روش پانل دیتا، به منظور

تشخیص برآورد مدل با یکبار روش‌های اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون‌ها استفاده می‌شود.

**آزمون هاسمن:** در آزمون هاسمن، فرضیه صفر و فرضیه مقابل آن به این صورت بیان می‌شوند؛

فرضیه صفر در آزمون هاسمن به این معنی است که پارامترهای اختلالی در هر سطح مبداء و

متغیرهای توضیحی وجود داشته‌اند از یکدیگر مستقل هستند. در حالی که فرضیه مقابل

به این معنی است که پارامترهای اختلالی در هر سطح و متغیر توضیحی همبستگی وجود دارد. در صورت رد فرضیه

$H_0$  روش اثرات ثابت سازگار است. لازم به ذکر است که آماره آزمون هاسمن دارای توزیع کای -

دو با درجه آزادی  $k$  (تعداد متغیرهای توضیحی) بوده و در صورتی که احتمالاً آن کوچکتر از

$0.05$  باشد، مدل اثر ثابت در سطح  $95\%$  در صد اطمینان پذیرفته می‌شود.

**دوربین - واتسون:** برای تعیین استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین واتسون

استفاده شده است. چنانچه آماره دوربین - واتسون در بازه  $1/5$  تا  $2/5$  قرار گیرد عدم

همبستگی بین خطاها وجود دارد. [۱۴].

**آزمون جارک-برا (آزمون نرمال بودن داده‌ها):** یکی از متداول‌ترین آزمون‌های

بکار رفته به منظور نرمالیتی است. ویژگی متغیر تصادفی که به صورت نرمال توزیع شده

است را مورد استفاده قرار می‌دهد که کل توزیع بوسیله دو گشتاور اول یعنی میانگین و

واریانس توصیف می‌شود. سومین و چهارمین گشتاور استاندارد شده یک توزیع به عنوان

چولگی و کشیدگی شناخته می‌شود. چولگی معیاری است مبنی بر اینکه یک توزیع

پیرامون میانگینش متقارن نیست و کشیدگی معیاری برای توپری و دنباله‌های توزیع

است. یک توزیع نرمال چوله نبوده و کشیدگی برابر با ۳ دارد [۲].

فرمول محاسباتی جارک-برا به صورت زیر می‌باشد:

$$JB = \frac{N}{\sigma} (S^2 +$$

که در آن: S، ضریب چولگی و K، ضریب کشیدگی است. با توجه به آماره مربوط به جارک-برا (۷۳۵۱۸۶۴,۹) جملات اختلال دارای توزیع نرمال می‌باشند.

### تحلیل نتایج

**آمار توصیفی:** آمار توصیفی پژوهش به شرح جدول ۱ می‌باشد.

**جدول ۱:** آماره های توصیفی متغیر های پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	تعداد مشاهدات	کوچک ترین	بزرگ ترین
اندازه شرکت	۵/۶۸	۵/۶	۰/۶۶	۹۳۵	۲/۷	۸/۳
رشد شرکت	۷/۴۹	۱/۸۸	۱۳۴/۲۳	۹۳۵	-۰/۵۲	۹/۸۵
اهرم مالی	۰/۶۸	۰/۳۴	۰/۵۰	۹۳۵	۰/۰۰۵	۱۳/۱
فرصت های سرمایه گذاری	۴/۱۵	۰/۶۳	۷۶/۷۶	۹۳۵	-۴۸/۸۴	۲۳/۹۵۱

### آمار استنباطی

**آزمون فرضیه اول:** بر اساس فرضیه اول بیان شد که اندازه شرکت بر فرصت های سرمایه گذاری تأثیر دارد. فرضیه مذکور در سطح داده های تابلویی با استفاده از مدل پژوهش آزمون گردید که نتایج حاصل از آن در جدول ۲ منعکس است.

**جدول ۲:** نتایج تجزیه و تحلیل داده ها جهت آزمون فرضیه های اول، دوم و سوم

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	P-Value
اندازه شرکت	۰/۴۰	۰/۱۰۹	۳/۷۲	۰/۰۰۰
رشد شرکت	۰/۳۹	۰/۰۰۸	۵۰/۳۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۳۱	۰/۲۰۲	۱/۵۷	۰/۱۱۸

عرض از مبدأ	-۲/۰۹۶	۰/۶۵۱	-۳/۲۲	۰/۰۰۱
آزمون F لیمر	۱۰۷۰/۲۱			۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۱۴/۳۹			۰/۰۱
R <sup>2</sup>	۰/۷۹			
دوربین - واتسون	۱/۵۲۷			
تعداد مشاهدات	۹۳۵			

نتایج حاصل از برآورد اطلاعات مندرج در جدول ۲ نشان می‌دهد که با توجه به آماره t بدست آمده برای اندازه شرکت و همچنین P-Value بدست آمده، اندازه شرکت در سطح معنی داری ۰/۰۵ تأثیر مثبت و معنی دار بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد. یعنی با افزایش اندازه شرکت فرصت‌های سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

**آزمون فرضیه دوم:** بر اساس فرضیه دوم بیان شده بود که رشد شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد. با توجه به آماره t بدست آمده برای رشد شرکت و همچنین P-Value بدست آمده، رشد شرکت در سطح معنی داری ۰/۰۵ تأثیر مثبت و معنی دار بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد. یعنی هرچه شرکتی فرصت رشد بیشتری داشته باشد، فرصت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای آن نسبت به شرکتی که فرصت رشد کمتری دارد، بیشتر است.

**آزمون فرضیه سوم:** در فرضیه سوم پژوهش تأثیر اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گرفت. و مشخص شد که اهرم مالی بر فرصت سرمایه‌گذاری تأثیر معنی دار ندارد.

**آزمون فرضیه چهارم:** فرضیه چهارم به این صورت بیان شد که تأثیر رشد شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها با اندازه بزرگ، افزایش می‌یابد. چون فرضیه صفر آزمون F رد شده بنابراین از روش داده‌های تابلویی برای برآورد مدل استفاده شده است و نتایج به صورت زیر می‌باشد.

**جدول ۳:** نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه چهارم و پنجم

متغیر	ضرایب	انحراف	آماره t	P- value	تعداد
-------	-------	--------	---------	----------	-------

مشاهدات			معیار		
۴۰۷	۰/۰۰۰	۱۶۶/۵۳	۰/۰۰۲۴	۰/۴۱	رشد شرکت
۴۰۷	۰/۰۰۰	-۵/۶۶	۰/۰۳۷	-۰/۲۲	اهرم مالی
۴۰۷	۰/۰۰۰	۴/۲۳	۰/۱۹۸	۰/۸۳	عرض از مبدأ

همان‌طور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود. با توجه به اینکه ارزش احتمال متغیر رشد شرکت کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا فرض وجود رابطه معنی‌دار بین متغیر رشد شرکت با فرصت‌های سرمایه‌گذاری با توجه به اندازه شرکتیاد می‌شود. به طوری که متغیرهای رشد شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و مستقیم داشته است. یعنی تأثیر رشد شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با اندازه بزرگ بیشتر از شرکت‌های با اندازه کوچک است.

**آزمون فرضیه پنجم:** در فرضیه پنجم پژوهش بیان شده است که تأثیر اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها با اندازه بزرگ، افزایش می‌یابد. با توجه به اینکه ارزش احتمال متغیر اهرم مالی نیز مانند رشد شرکت کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا فرض وجود رابطه معنی‌دار بین متغیر اهرم مالی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری با توجه به اندازه شرکتیاد می‌شود. متغیر اهرم مالی در شرکت‌های با اندازه بزرگ تأثیر منفی و معنی‌دار بر فرصت سرمایه‌گذاری داشته است. یعنی هر چه اهرم مالی بیشتر باشد فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتر خواهد بود.

### نتیجه‌گیری و تفسیر نتایج

در پژوهش حاضر به منظور بررسی تأثیر اندازه شرکت، رشد شرکت و اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری داده‌های گردآوری شده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های تابلویی در آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که اندازه شرکت تأثیر مثبت و معنی‌داری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد. یعنی با افزایش اندازه شرکت فرصت‌های سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. این یافته با نتیجه پژوهش سانگ (۲۰۰۹) سازگار است.

آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که رشد شرکت تأثیر مثبت و معنی‌داری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد، از این مطلب می‌توان نتیجه‌گیری نمود که با افزایش رشد شرکت فرصت‌های سرمایه‌گذاری افزایش و با کاهش رشد شرکت فرصت‌های سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. با توجه به ارتباط مثبت رشد شرکت و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌ها باید بر روی فرصت‌های رشد خود بیشتر تمرکز کنند و گزینه‌های رشد شرکت را بیشتر و دقیق‌تر مورد بررسی قرار دهند. آزمون فرضیه سوم نشان داد که اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری ندارد. این یافته با پژوهش‌های سانگ (۲۰۰۹) سازگار نیست. آزمون فرضیه چهارم نشان داد که رابطه معنی‌داری بین رشد شرکت و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با توجه به اندازه شرکت وجود دارد و همچنین رابطه رشد با فرصت‌های سرمایه‌گذاری به صورت مثبت و مستقیم است. یعنی با افزایش رشد شرکت در شرکت‌های با اندازه بزرگ فرصت‌های سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. آزمون فرضیه پنجم نشان داد که رابطه معنی‌داری بین اهرم مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با توجه به اندازه شرکت وجود دارد و این رابطه به صورت منفی و معکوس است. یعنی با افزایش اهرم مالی در شرکت‌های با اندازه بزرگ فرصت‌های سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. این یافته با پژوهش سانگ (۲۰۰۹) مطابقت ندارد. شرکت‌های برای این که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری داشته باشند باید اهرم مالی خود را کاهش دهند برای کاهش اهرم مالی باید بدهی‌های شرکت کاهش یابد، ارتباط بین بدهی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری توسط پژوهشگرانی هم چون راجان و زیگنر (۱۹۹۵) و جعفری (۱۳۸۳) مورد بررسی قرار گرفته است که ارتباط منفی بین بدهی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد.

### **پیشنهادات پژوهش**

### **پیشنهادات بر مبنای نتایج**

- ۱- با توجه به ارتباط اهرم مالی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود که شرکت‌های بزرگ‌تر برای اینکه فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری داشته باشند میزان بدهی‌های خود را کاهش دهند.
- ۲- در این پژوهش نشان داده شد که رشد شرکت تأثیر مثبت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد، با توجه به این نتیجه پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها برای این که از فرصت‌های



سرمایه گذاری بیشتری برخوردار باشند، بیشتر روی عواملی که باعث افزایش رشد شرکت می شود تمرکز کنند.

### **پیشنهادات برای پژوهش های آتی**

- ۱ - در این پژوهش نقش فرصت های سرمایه گذاری در صنایع مختلف به طور جداگانه مورد آزمون قرار نگرفته است، پیشنهاد می شود ارتباط بین متغیر های پژوهش و فرصت های سرمایه گذاری در صنایع مختلف مورد بررسی قرار گیرد.
- ۲ - پیشنهاد می گردد در پژوهش های آتی متغیرهای دیگری نظیر تورم به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شود.

### **منابع و مأخذ**

- ۱ - اسلامی بیدگلی، غلامرضا، بیگدلو، مهدی، (۱۳۸۵)، "همسنگی بازده و ریسک فرصت های جایگزین سرمایه گذاری در ایران"، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴.
- ۲ - بدری، احمد، عبدالباقی، عبدالمجید، (۱۳۸۹)، اقتصاد سنجی مالی، انتشارات نص، تهران، ایران.
- ۳ - تقوی، مهدی، (۱۳۸۰)، مدیریت مالی ۱، انتشارات دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.
- ۴ - جعفری، حمید، (۱۳۸۳)، "ارتباط فرصت های سرمایه گذاری با سطح بدهی و سود خالص و جریان نقد عملیاتی"، دانشجوی دوره کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد مقدس.

۵ - حجازی، رضوان و خادمی، صابر، (۱۳۹۲)، "تاثیر عوامل اقتصادی و ویژگی های شرکتی

بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله**

**پژوهش های حسابداری مالی**، سال پنجم، شماره ۲.

۶ - حیدری، عیسی، علیدادی، عباس، تخشا شمس آبادی، داریوش، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه

بین فرصت های سرمایه گذاری با نسبت های سودآوری در شرکت های بورس اوراق

بهادار تهران"، نخستین همایش منطقه ای مباحث نوین در حسابداری، آموزشکده فنی و

حرفه ای سما اهواز.

۷ - 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 ۲۴، شماره

۲۰۷.

۸ - دستگیر، محسن، خدادادی، ولی، رستگار، مجید، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین ویژگی های

مالی و غیر مالی شرکت با کیفیت ارقام تعهدی و سود"، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**،

شماره ۱۰.

۹ - رضائی، نواب و گرکز، منصور، (۱۳۹۳)، "اثر تغییرات سرمایه در گردش بر فرصت های

سرمایه گذاری"، **فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی**، سال

اول، شماره ۳.

۱۰ - رضوانی راز، کریم و حقیقت، حمید، (۱۳۸۴)، "بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و میزان بدهی با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه علمی تخصصی مدیریت**، سال دوم، شماره ۵.

۱۱ - سیرانی، محمد و سلطان آبادی، احمد، (۱۳۹۲)، "رابطه بین ویژگی‌های شرکت و میزان رعایت استانداردهای حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، سال دوم، شماره ۶.

۱۲ - شورورزی، محمدرضا، آزادوار، ایمان، (۱۳۸۹)، "تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها"، **مجله حسابداری مدیریت**، سال سوم شماره ششم.

۱۳ - عرب صالحی، مهدی، ضیایی، محمدعلی، (۱۳۸۹)، "ارتباط بین نظارت راهبردی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی**، شماره ۵، ص ۳۹-۵۶.

۱۴ - مومنی، منصور، فعال قیومی، علی، (۱۳۹۱)، **تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS**، چاپ گنج شایگان، تهران، ایران.

۱۵ - نوروش، ایرج، یزدانی، سیما، (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران"، **مجله پژوهش‌های**

**حسابداری مالی**، سال دوم، شماره ۲.

۱۶ - هاشمی، سید عباس و ساعدی، رحمان، (۱۳۸۸)، "بررسی تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت-

ها بر محتوای اطلاعاتی سود و جریان‌های نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام"، **فصلنامه**

**علمی و پژوهشی حسابداری مالی**، سال اول، شماره ۴

- 17- Adam, T. and V. K. Goyal, (2008), "the Investment opportunity set and its proxy variables", **Journal of financial Research**, Vol. 31, No. 1, PP. 41-63.
- 18- Ahn, S., Denis, D. and Denis, K., (2006), "Leverage and investment in diversified firms", **Finance .Econ**, Vol. 79, PP. 317-337.
- 19- Baltagi, Badi Hani, (2005), **Econometric Analysis of Panel Data**, John Wiley & Sons Inc, 3rd Edition, New York, USA.
- 20- Bikki Jaggi, Ferdinand, (1999), "An analysis of joint effects of investment opportunity set, free cash flow and size on corporate Debt policy", **reviews of Quantitative Finance and accounting**, Vol. 12, PP. 371.
- 21- Bei, Zhao, Wijewardana, W. P., (2012), "Financial Leverage, firm growth and financial strength the listed companies in Sri Lanka", **international conference on Asia pacific business innovation & technology management**.

- 22- Ferreira, M. A. and A. Vile la, (2004), "way Do Firms Hold cash? Evidence from Emu countries", **European Financial management**.
- 23- Farnklin, J. S. and K., Muthsamy, (2011), "impact of leverage firm investment decision", **international journal of scientific & engineering research**, Vol. 2, issue 4.
- 24- Gujarati, Damodar, (2004), **Basic Econometrics**, Mc-Graw-Hill, Fourth Edition, United States.
- 25- Hill, R. C., Griffiths, W. E. and Lim, G. C. (2007), **Principles of Econometrics**, Fourth Edition
- 26- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., (1986), "Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and owner ship structure", **Journal of financial Economics**, Vol. 3, No. 4, PP. 305.
- 27- klapper, L. F. and love, I., (2003), "corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets", **journal of corporate finance**, Vol. 10, No. 5, PP. 103-280.
- 28- Lang, L., Ofek, E. and Stulz, R., (1996), "Leverage, investment and firm growth", **finance. Econ**, Vo. 1, No. 40, PP. 3-29
- 29- Lopez Iturriaga, felix and Vecente crisostomo, (2010), "Do Leverage, Dividend payout, and ownership concentration Influence firms value creation?", **Emerging markets finance**, Vol. 46, No. 3, PP. 80-94.

- 30- Sung, C., (2009), "on the interactions of financing and investment decisions", **Managerial finance**, Vol. 35, PP. 691-699.
- 31- Vidhan, K., Goyal, Kenneth Lehn, Stanko Racic, (2001), "grow opportunity and corporate Debt policy: the case of the U. S. Defense industry", Hong Kong university of science the technology.



## **The effect of specific characteristics of companies on investment opportunities in firms accepted in Tehran Stock Exchange**

### **Abstract:**

In the present research we have studied the effect of the firm size, firm growth and financial leverage on investment opportunities in firms accepted in Tehran Stock Exchange. Regarding the theoretical foundations and the literature to analyze the data a regression model was devised and utilized. The statistical population of the present research includes 85 firms accepted in Tehran Stock Exchange from 2001 to 2011. The results of analyzing the data showed that firm size and firm growth have had a positive and meaningful effect on investment opportunities but the effect of financial leverage on investment opportunities has been reverse and negative. It means that by increasing financial leverage, investment opportunities decrease.

**Keywords:** investment opportunities, financial leverage, firm growth, firm size

