



ارتباط ساختار بدهی و سرمایه‌گذاری با توجه به درمانگی مالی

شیوا فتح‌آبادی^۱

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

دکتر علیرضا مومنی

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

(تاریخ دریافت: ۲ خرداد ۱۴۰۲؛ تاریخ پذیرش: ۸ آبان ۱۴۰۲)

هدف مطالعه حاضر بررسی ارتباط ساختار بدهی و سرمایه‌گذاری با توجه به درمانگی مالی است. پژوهش حاضر کاربردی و از بعد روش‌شناسی، همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) می‌باشد. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۳۴ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب‌شده و در دوره زمانی ۷ ساله بین سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۰ مورد بررسی قرار گرفتند. با توجه به اهمیت نحوه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بازار سرمایه که از طرفی جریان اقتصادی یک کشور را هدایت کرده و از طرف دیگر سرمایه‌گذاری به موقع و کارا می‌تواند ارزش یک شرکت را برای سهامداران به حداکثر برساند. از همین رو بحث در مورد کارایی سرمایه‌گذاری از اهمیت بالایی برخوردار است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که ساختار سررسید بدهی با سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه معکوس دارد. همچنین درمانگی مالی نیز با سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارتباط معکوس دارد، اما تعامل درمانگی مالی با ساختار بدهی بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیرگذار نمی‌باشد.

واژه‌های کلیدی: ساختار بدهی‌ها، سرمایه‌گذاری شرکت، درمانگی مالی.

¹ shivafathabady.99@gmail.com

مقدمه

در بازارهای کارآمد و بی نقص و در تئوری‌ها (ساختار سرمایه، تئوری نمایندگی و نئوکلاسیک) و مبانی نظری، پذیرفته شده است که سیاست مالی یک شرکت، از جمله سررسید بدهی آن، بر تصمیم سرمایه گذاری آن تأثیری ندارد، اما در دنیای واقعی با بازارهای ناقص، سیاست های مالی و تصمیمات سرمایه گذاری به طور قابل توجهی همبستگی دارند، زیرا مشکلات ذاتی نمایندگی، مربوط به سطح بدهی و ساختار سررسید آن، انگیزه هایی را برای سرمایه گذاری بیش از حد یا سرمایه گذاری کم ایجاد می کند [۱۹]. فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری بخش مهمی از ارزش یک شرکت را تشکیل می‌دهند و تأثیر مثبتی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی شرکت دارند. به عبارت دیگر، هر چه میزان سرمایه‌گذاری بیشتر باشد، شرکت‌ها در آینده با رشد سرمایه‌گذاری، سود بیشتری کسب خواهند کرد. با توجه به همبستگی مثبت بین سود و قیمت فعلی سهام، این امر در نهایت منجر به افزایش ارزش سهام شرکت می‌شود. ارزش کسب و کار با دارایی‌های موجود و پتانسیل رشد تعیین می‌شود. علاوه بر این، فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی شرکت‌ها مشابه فرصت‌هایی است که ممکن است باعث انتقال ثروت بین سهامداران و دارندگان اوراق قرضه شود. در نتیجه، شرکت‌ها ممکن است از پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت ($NPV = Net Present Value$) صرف‌نظر کنند، اگر سرمایه‌گذاری منجر به منافع خارجی شود که تا حدی به دارندگان بدهی تعلق می‌گیرد و نه به طور کامل به سهامداران، مشکل سرمایه‌گذاری کم یا «سرمایه بدهی» نامیده می‌شود [۱۷]. از سوی دیگر، مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد به وضعیتی اشاره دارد که در آن مدیران با سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی (NPV)، رشد پایدار را به قیمت سودآوری دنبال می‌کنند [۱۹]. از آنجا که سرمایه‌گذاری از عوامل اصلی توسعه کسب‌وکار است بنابراین نگرانی‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری یکی از مهمترین دغدغه‌های کسب و کارها در سراسر جهان است. کارایی سرمایه‌گذاری یک عامل کلیدی در دستیابی به اهداف شرکت است و این باید به شیوه‌ای عالی برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران انجام شود [۱۷]. طبق نظریه مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸)، این فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند که کانال‌های ورود سرمایه‌گذاری مناسبی را برای شرکت‌ها فراهم می‌کنند. این نظریه توضیح می‌دهد که یک شرکت به سرمایه‌گذاری در تمام پروژه‌هایی که ارزش فعلی خالص مثبت دارند، ادامه می‌دهد تا زمانی که منافع و هزینه‌های نهایی شرکت برابر شود. این تعریف مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری است [۱۱]. ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بین شرکت‌هایی با ساختار سرمایه متفاوت به طور قابل توجهی متفاوت است. به عنوان مثال، متئوس و پائولو (۲۰۱۳) دریافته‌اند که شرکت‌هایی که وابستگی بیشتری به بدهی‌های بلندمدت دارند، در برابر مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر آسیب‌پذیرتر هستند. در مقابل، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که بدهی کمتری دارند، مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد کمتری داشته باشند، زیرا بدهی با جلوگیری از سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های مخاطره‌آمیز، به عنوان یک ابزار متعادل‌کننده عمل می‌کند [۱۹]. به طور مشابه، مدل‌های نظری چایلدز و همکاران (۲۰۰۵) و مایرز (۱۹۷۷) نشان می‌دهد که انعطاف ذاتی بدهی‌های کوتاه مدت به طور قابل توجهی ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد [۱۴]. بنابراین، برای پرداختن به مشکل

سرمایه‌گذاری کم، شرکت‌های با رشد بالا معمولاً سیاست‌های مالی را اتخاذ می‌کنند که شامل سیاست‌های اهرمی پایین یا سیاست‌های سررسید بدهی کوتاه‌مدت می‌شود و این اسناد نشان می‌دهد که این سؤالات احتمالاً با در نظر گرفتن سلامت طراحی شده‌اند. این موضوع چگونه با تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت مرتبط است؟ چگونه تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تحت تأثیر سطوح بدهی و ساختارهای سررسید بدهی قرار می‌گیرند؟ جدای از مشکل بیان سایر ویژگی‌های بنگاه‌ها، محیط اقتصاد کلان و محدودیت‌ها و ناتوانی مالی جامعه نیز تأثیر زیادی بر سیاست‌های مالی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها دارد [۱۹]. بنابراین، عوامل مختلفی می‌توانند بر این امر تأثیر بگذارند و این مطالعه تأثیر درماندگی مالی بر ساختار سررسید بدهی و میزان سرمایه‌گذاری شرکت را مورد بحث قرار می‌دهد. درماندگی مالی یا بحران مالی وضعیتی است که در آن یک شرکت نمی‌تواند منابع مالی کافی برای ادامه فعالیت به دست آورد و ممکن است شرکت در سال یا سال‌های قبل از ورشکستگی دچار زیان یا کاهش ارزش اوراق قرضه خود شود. بنابراین، پیش‌بینی ورشکستگی ممکن است در ارزیابی عملکرد یک شرکت، به ویژه برای سرمایه‌گذاران، به موقع و مفید نباشد. علاوه بر این، استفاده از ورشکستگی به عنوان معیاری برای مشکلات مالی ممکن است نامعتبر باشد. زیرا شرکت‌هایی که در بحران مالی نیستند به دلایل استراتژیک می‌توانند اعلام ورشکستگی کنند و حتی در صورت عدم ورشکستگی، اگر نتوانند تا سررسید بدهی خود را پرداخت کنند، شرکت‌ها قراردادهای وام و سهامداران خود را از دست خواهند داد. زیرا باید در ادعای خود تجدید نظر کنند و در نتیجه، سهامداران و هر دو طلبکار متحمل زیان خواهند شد [۱۹]. بینش‌های جالبی را می‌توان با در نظر گرفتن تحقیق در مورد رابطه بین بدهی شرکت‌ها و ساختار درآمد و حقوق صاحبان سهام در یک محیط محدود مالی به دست آورد [۱۵]. بنابراین، اینکه ساختار سررسید بدهی تا چه اندازه در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در یک محیط محدود مالی تأثیر می‌گذارد، این سؤال در ذهن نقش می‌بندد که آیا درماندگی مالی تأثیری بر رابطه میان ساختار بدهی و سرمایه‌گذاری شرکت دارد؟ نحوه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بازار سرمایه در واقع از یک طرف جریان اقتصادی یک کشور را هدایت کرده و از طرف دیگر سرمایه‌گذاری به‌موقع و کارا می‌تواند ارزش شرکت را برای سهامداران به حداکثر برساند از همین رو بحث در مورد کارایی سرمایه‌گذاری مورد اهمیت می‌باشد و عواملی که می‌تواند این امر را تحت تأثیر خود قرار دهد از جمله ساختار سررسید بدهی‌ها که شرکت‌ها بیشتر تمایل به بدهی‌های بلندمدت داشته یا کوتاه‌مدت که همین امر می‌تواند جریان نحوه سرمایه‌گذاری یک شرکت را تنظیم کند و در این راستا بحث محدودیت‌ها و درماندگی مالی که در واقع نیاز اصلی سرمایه‌گذاری تأمین مالی پروژه می‌باشد بر این رابطه می‌تواند تأثیر داشته باشد و با توجه به نتایج قطعی راجع به تأثیر ساختار سررسید بدهی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و ایجاد شکاف پژوهشی بین دو مقاله [۱۵] و [۱۹] پژوهش در این مورد ضروری می‌باشد. در ادامه ساختار پژوهش با ارائه مبانی نظری و تجربی به بسط فرضیه پژوهش پرداخته شده و در ادامه روش‌شناسی پژوهش و نهایتاً یافته‌ها و نتایج آن ارائه شده است.

مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش

این گونه می‌توان گفت که کارایی سرمایه‌گذاری در واقع نشان دهنده عملکرد یک شرکت از نظر استفاده از دارایی‌ها و ایجاد درآمد است. به عبارت دیگر، کارایی سرمایه‌گذاری بهره‌وری و استفاده از منابع یک سازمان تجاری یا شرکت را اندازه‌گیری می‌کند. مدل نمایندگی (این نظریه به مواردی مربوط می‌شود که در آن یک شخص، از طریق یک قرارداد خاص، مسئولیت تصمیمات مربوط به توزیع منابع مالی و اقتصادی را به دیگری منتقل می‌کند)، در تعامل بین مدیریت اعمال می‌شود. به وضوح نشان می‌دهد که یک تعارض ذاتی علاقه وجود دارد هنگامی که تصمیمات سرمایه‌گذاری به سیاست مالی یک شرکت (از نظر سطح بدهی و ساختار سررسید) که توسط بدهکاران و سهامداران ایجاد می‌شود مرتبط می‌شود، انگیزه برای سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر کاهش می‌یابد [۸]. علاوه بر این، تصمیم‌گیری مالی و سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های فعال در کشورهای کمتر توسعه‌یافته در مقایسه با کشورهای توسعه‌یافته و کشورهای بزرگ در حال توسعه به طور قابل توجهی محدود است. از نظر مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که یک شرکت فقط در تمام پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کند که ارزش واقعی خالص دارند. در واقع، برخی از اشکالات بازار سرمایه، مانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کم شود. این به این معنی است که هر دو پروژه با NPV مثبت (کم سرمایه‌گذاری) و پروژه‌های با NPV منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) رد می‌شوند. عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری یک شرکت را می‌توان به دو دسته عوامل داخلی و عوامل خارجی تقسیم کرد. عوامل داخلی یک شرکت که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری یک شرکت تأثیر می‌گذارد شامل ویژگی‌های فردی مدیر، نقدینگی، ساختار بدهی و ... است و نرخ تورم، عدم اطمینان و ... بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد. در میان عوامل ذکر شده، ساختار بدهی شرکت یکی از عواملی است که بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد [۱۹]. این سوال که چه میزان از بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت در ساختار بدهی استفاده می‌شود، در ساختار بازخرید بدهی در نظر گرفته می‌شود. بدهی در ساختار مالی شرکت بر اساس سررسید به دو گروه بدهی کوتاه مدت با سررسید کمتر از یک سال و بدهی بلندمدت با سررسید بیش از یک سال تقسیم می‌شود. مقداری که این دو گروه در ساختار مالی شرکت قرار می‌گیرند، ساختار سررسید بدهی نامیده می‌شود [۶]. طبق تئوری نئوکلاسیک، یک شرکت به دنبال حداکثر کردن ارزش یک سرمایه‌گذاری است تا زمانی که بازده نهایی با هزینه نهایی آن سرمایه‌گذاری برابری کند و سطح مورد انتظار سرمایه‌گذاری توسط رشد و ترجیحات موجود برای اوراق بهادار مالی تعیین شود. در صورت وجود قدرت مالی و نقدینگی کافی، هر پروژه‌ای که ارزش فعلی خالص مثبتی دارد باید از منظر تئوری شرکتی انجام شود، اما بر اساس تئوری نمایندگی، زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی مشکل دارد، ممکن است از پروژه بهینه منحرف شود. سرمایه‌گذاری‌های سطح را مجدداً هدف‌گذاری کنید و بیشتر سرمایه‌گذاری کنند [۹]. با توجه به نقشی که سررسید بدهی در یک محیط اطلاعاتی نامتقارن ایفا می‌کند، استفاده از بدهی کوتاه مدت مکانیسمی دارد که می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را بین سهامداران، طلبکاران و مدیران کاهش دهد. با تمدید بدهی کوتاه

مدت و جایگزینی آن با سایر بدهی های کوتاه مدت، وام دهندگان می توانند کنترل بیشتری بر وام گیرندگان خود داشته باشند و تضاد نمایندگی بین وام دهندگان و وام گیرندگان را کاهش دهند. بنابراین انتظار می رود افزایش استفاده از وام های کوتاه مدت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و انتخاب های نامناسب و در نتیجه بهبود کارایی سرمایه گذاری شود [۸]. بنابراین با توجه به مطالب بیان شده فرضیه اول پژوهش به صورت زیر بیان شده است:

فرضیه اول: بین سررسید بدهی و سطح سرمایه گذاری شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

بیان می شود که عوامل مختلفی می تواند بر سطح سرمایه گذاری و سررسید بدهی شرکت تأثیر بگذارد. احساس درماندگی و بحران های شدید مالی بر توانایی شرکت ها برای سرمایه گذاری تأثیر منفی می گذارد [۱۹]. شرکت هایی که دارای اهرم مالی بالا هستند، اگر نتوانند بدهی های خود را با تامین مالی خارجی بازپرداخت کنند و نتوانند در آینده طلبکاران جدیدی پیدا کنند، در معرض خطر ورشکستگی قرار می گیرند. اگر می خواهید منابع مالی جدیدی از طلبکاران خود دریافت کنید، توانایی پرداخت بدهی آینده شما بررسی می شود، بنابراین برای ادامه عملیات و سودآوری آتی باید پول نقد کافی داشته باشید. در غیر این صورت دچار نوعی احساس ناتوانی و درماندگی اقتصادی خواهند شد [۲]. شرکت های داخلی به دلیل محدودیت های مالی کمتر از فرصت های بازار سود می برند. علاوه بر این، به دلیل مشکلات در تامین مالی نوآوری و فعالیت های افزایش بهره‌وری، معمولاً به مرزهای فن آوری دیر می‌رسند. بنابراین، رابطه بین ساختار سررسید بدهی و سرمایه گذاری شرکت ها در بازارهای مالی توسعه یافته و توسعه نیافته به دلیل محدودیت های تصمیمات مالی و قابلیت های سرمایه گذاری شرکت های فعال در کشورهای در حال توسعه به طور قابل توجهی متفاوت است. بنابراین، تحقیق در مورد رابطه بین ساختار سررسید بدهی و سرمایه گذاری شرکت در یک محیط محدود مالی ممکن است بینش جالبی ارائه دهد [۱۵]. بنابراین، اینکه ساختار سررسید بدهی تا چه اندازه بر استراتژی های سرمایه گذاری شرکت ها در یک محیط محدود و درماندگی مالی تأثیر می‌گذارد، یک مسئله تجربی حل نشده است. برخلاف کشورهای توسعه یافته که مدیران مالی معمولاً ساختار سرمایه بهینه را انتخاب می‌کنند که با معاوضه بین مزایای سپر مالیاتی ناشی از افزایش تأمین مالی بدهی و هزینه های ورشکستگی مرتبط با سطوح بالاتر بدهی تعیین می‌شود، شرکت هایی که در کشورهای کمتر توسعه یافته هستند، بسیار اهرمی هستند [۱۹]. علاوه بر این، محدودیت های مالی این شرکت ها را محدود به ذخیره وجوه و چشم پوشی از پروژه های سودآور خاص برای جلوگیری از کمبود و هزینه بالاتر منابع مالی در طول دوره های عدم اطمینان می‌کند؛ بحران های مالی مهم جهانی در دهه های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ در آمریکای لاتین انگیزه مطالعه در این باره را برانگیخت. درحقیقت، تجربه قبلی کشورهای نوظهور آنها را قادر به اتخاذ اقدامات ضد چرخه ای می‌کند. این بحران باعث تغییراتی در تصمیمات تأمین مالی و سرمایه گذاری بنگاه ها شد. شرکتها سعی کردند با کاهش هزینه های عملیاتی و مخارج سرمایه ای برهر دو محدودیت غلبه کنند و همچنین بانگهداری وجه نقد، اهمیت نقدینگی را برجسته نشان داده اند. و همچنین کاهش سرمایه گذاری در مواقع بحران مالی بیشتر مشهود هستند. بنابراین، تصمیمات سرمایه گذاری به طور واضح به گزینه های تأمین مالی و بحران

مالی وابسته است. کشورهای آمریکای لاتین سیاست‌های ضد چرخه‌ای را برای کاهش تأثیرات جهانی بحران مالی و افزایش سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اتخاذ کردند و اهرم بالاتر، اتکای بیشتر به منابع بانکی دولتی و نقدشوندگی بالا در این شرایط را تجربه می‌کنند [۱۶]. در عمل، مدیران محدودیت‌هایی برای سرمایه‌گذاری در تمام پروژه‌ها برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت دارند، زیرا محدودیت‌های مالی در تمامی مراحل عمر شرکت‌ها وجود دارد [۱۹]. با توجه به مطالب بیان شده فرضیه دوم پژوهش حاضر به صورت زیر ارائه شده است:

فرضیه دوم: درماندگی مالی بر رابطه بین سررسید بدهی و سطح سرمایه‌گذاری شرکت تأثیرگذار است.

مبانی تجربی پژوهش

آکسار و همکاران^۱ (۲۰۲۲) با توجه به نقش حاکمیت شرکتی در شرکت‌هایی که دچار بحران مالی می‌شوند، مطالعه‌ای با عنوان تحلیل اثر نگهداری وجه نقد بر کارایی سرمایه‌گذاری نتایج خود را به شرح زیر بیان می‌کند: حاکمیت شرکتی بسته به کارایی سرمایه‌گذاری، دارایی‌های نقدی را در شرکت‌های هندی افزایش و در شرکت‌های هندی کاهش می‌دهد [۱۱]. در مورد شرکت‌هایی که از نظر مالی دچار بحران هستند، حاکمیت شرکتی رابطه نگهداری وجه نقد با کارایی سرمایه‌گذاری را در پاکستان تقویت می‌کند؛ اما نقش تعدیل‌کننده‌ای در شرکت‌های دارای بحران مالی در هند نشان نمی‌دهد. نتایج می‌تواند مشکلات راجع به تصمیمات مدیریت راجع به نگهداری وجه نقد برای به حداقل رساندن تنش‌های شرکت‌ها و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را به حداقل رساند و در این زمینه گره‌گشا باشد. خان و همکاران^۲ (۲۰۲۲) این مطالعه با عنوان «آیا افشای ریسک شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد؟» نشان داد که در حالی که سطح افشای ریسک شرکتی منجر به سرمایه‌گذاری کارآمد می‌شود، وقتی شرکت‌ها ریسک‌های داوطلبانه بیشتری را افشا می‌کنند، او گفت که این سطح باعث سرمایه‌گذاری ناکارآمد می‌شود [۹]. چو اولفورد^۳ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان تأثیر مدیران زن و تحقیق و توسعه بر کارایی سرمایه‌گذاری این‌گونه بیان نمودند که هیئت‌مدیره‌های با تعداد مدیران زن بیشتر، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری کمتری را نشان می‌دهند که منجر به تخصیص بهتر منابع شرکت و عملکرد بالاتر شرکت می‌شود. این تأثیر در شرکت‌های دولتی برجسته است و نشان می‌دهد که مدیران زن به کاهش ناکارآمدی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به‌ویژه شرکت‌هایی که توسط دولت کنترل می‌شوند کمک می‌کنند [۲۲]. بوباکر و همکاران^۴ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان فشار رقابتی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت: شواهدی از تصمیمات استخدامی شرکت این‌گونه بیان نمودند که رابطه بین رقابت در بازار محصول و کارایی سرمایه‌گذاری نیروی کار برای شرکت‌هایی که با تهدیدهای رقابتی بالاتر، محدودیت‌های مالی بیشتر، عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر و هزینه‌های تعدیل نیروی کار بالاتر مواجه هستند، قوی‌تر است. نتایج همچنین

¹ Aksar et al.

² Khanet al.

³ Chu, Oldford.

⁴ Boubaker et al.

نشان داد که از آنجایی که رقابت بازار ریسک ورشکستگی را افزایش می‌دهد، مدیران را به سرمایه‌گذاری ناکافی در نیروی کار سوق می‌دهد تا از متحمل شدن هزینه‌های مربوط به نیروی کار جلوگیری کنند. آناستوپولو و همکاران^۱ (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان تلاش‌های شرکت برای بهبود کیفیت کارکنان و کارایی سرمایه‌گذاری شرکتی این‌گونه بیان نمودند یافته‌ها نشان داد که سیستم‌های شیوه‌های منابع انسانی به‌طور منفی با کارایی سرمایه‌گذاری مرتبط هستند و باعث افزایش سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری کمتر می‌شوند. نتایج عمدتاً توسط یک سیستم منابع انسانی با هزینه نقدی مستقیم‌تر هدایت می‌شوند و با توجه به سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه و اکتساب، بارزتر هستند. به‌طور کلی، یافته‌ها با سیستم‌های منابع انسانی سازگار نیست که منافع کارکنان و سهامداران را همسو نمی‌کند اما پیامدهایی برای کارایی سرمایه‌گذاری دارد [۱۳]. ریگری^۲ (۲۰۲۱) در پژوهشی با محوریت پاداش مدیران اجرایی و کارایی سرمایه‌گذاری در پژوهش خود این‌گونه عنوان نمود که نتایج نشان داد که شرکت‌های بحرانی، سرمایه‌گذاری غیرعادی خود را نسبت به شرکت‌های سلامت مالی کاهش می‌دهند که دلالت بر افزایش کارایی سرمایه‌گذاری دارد. این نتایج نسبت به معیارهای مختلف سرمایه‌گذاری، چندین مدل سرمایه‌گذاری مورد انتظار و گروه‌های کنترل قابل قبول مختلف قوی هستند. به نظر می‌رسد که مدت‌زمان طولانی‌تر پاداش مدیران بیشترین تأثیر را بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. علاوه بر این، به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاری غیرعادی کمتر به میزان بیشتری از کاهش در سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد می‌باشد

ایزدپور و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان تجدید ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری: نقش میانجی محدودیت مالی این‌گونه بیان نمودند که نقش میانجی‌گری محدودیت مالی در رابطه بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری مورد تأیید نمی‌باشد. محمد امین زاده و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری این‌گونه بیان کردند که چهار فرضیه زیر در این پژوهش تدوین شد: (۱) بین بیش اطمینانی مدیران با تأمین مالی داخلی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. (۲) بین تأمین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. (۳) بین تأمین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. (۴) مدیران دارای بیش اطمینانی، از طریق افزایش تأمین مالی داخلی بر حجم سرمایه‌گذاری می‌افزایند. یافته‌های پژوهش حاکی تأیید فرضیه‌های مذکور است. جعفری و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهش با عنوان قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و ساختار سررسید بدهی این‌گونه بیان نمودند بین قابلیت مقایسه سود، قابلیت مقایسه جریان‌های نقدی عملیاتی و ساختار سررسید بدهی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بدین ترتیب تهیه گزارش‌هایی جهت تسهیل امر مقایسه صورت‌های مالی از یک‌سو آموزش فعالان بازار در راستای درک اهمیت و استفاده از این ویژگی کیفی از سوی دیگر ضروری به نظر می‌رسد [۵]. رازمنش و سوری (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به نقش مالکیت خانوادگی این‌گونه بیان نمودند که رابطه

¹ Anagnostopoulou et al.

² Regier

مثبتی بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری برقرار است؛ علاوه بر این، نتایج فرضیه دوم نشان داد که مالکان خانوادگی تأثیر مستقیم بر این رابطه می‌گذارند. [۷]. بهرامی و فرهادتوسکی (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان رابطه بین اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران و تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری بدین گونه نتایج را نشا دادند که اعتماد بالای مدیران تأمین مالی داخلی و از طرف دیگر کارا بودن سرمایه‌گذاری را مستقیماً تحت تأثیر قرار داده و زمانی که اعتماد بیش‌ازحد با تأمین مالی از طریق منابع داخلی ترکیب و تعامل یابند می‌توانند کارا بودن سرمایه‌گذاری را کاهش دهند و تأثیر معکوس بگذارند [۴]. شعری آناقیز و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی با بررسی تأثیرات حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری این‌گونه نتایج را در پژوهش خود ابراز داشتند که حاکمیت شرکتی اثر مستقیم بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد [۹]. برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی با بررسی تأثیرات هزینه نمایندگی و محدودیت تأمین مالی بر کارایی سرمایه این‌گونه نتایج را اذعان کردند که محدودیت مالی رابطه معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری ندارد و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معکوس و معناداری دارد [۳].

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر کاربردی بوده و از نظر روش شناختی، همبستگی از نوع علی (پسینی) است. جامعه آماری مورد بررسی در این تحقیق کلیه شرکت‌های ثبت شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره مورد مطالعه از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای شرایط زیر هستند را به عنوان نمونه انتخاب کردیم، اما به منظور ارائه اطلاعات قابل مقایسه، پایان سال مالی شرکت پایان اسفند ماه است. آنها در طول دوره مورد مطالعه (۱۰ سال) دوره مالی خود را تغییر ندادند. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این مطالعه در دسترس است. به بانک، شرکت بیمه یا شرکت سرمایه‌گذاری وابسته نیست. در نهایت ۱۳۴ شرکت به عنوان نمونه نهایی مطالعه انتخاب شدند. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از تکنیک‌های داده‌های ترکیبی و رویکردهای پانل داده، با استفاده از نرم افزار ۱۲ Eviews و با استفاده از ابزارهای استاندارد قدرتمند برای آزمون فرضیه‌ها انجام شد.

تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته پژوهش: سطح سرمایه‌گذاری شرکت (INVEST)

به تبعیت از پژوهش نومان و همکاران (۲۰۲۲) از مدل زیر جهت محاسبه سطح سرمایه‌گذاری شرکت بهره گرفته شده است [۱۹]:

کل دارایی‌ها اول دوره / (استهلاک دارایی ثابت اول دوره - خالص مخارج سرمایه‌ای) = سرمایه‌گذاری
خالص مخارج سرمایه‌ای = دارایی‌های ثابت مشهود پایان دوره - دارایی‌های ثابت مشهود اول دوره + استهلاک

متغیر مستقل پژوهش: ساختار بدهی شرکت (MAT)

به تبعیت از پژوهش نومان و همکاران (۲۰۲۲) برای محاسبه سررسید بدهی‌های شرکت از نسبت بدهی-های بلندمدت به کل بدهی‌ها استفاده می‌شود [۱۹].

متغیر تعدیل‌گر: درماندگی مالی (Zt)

در این پژوهش برای برآورد درماندگی مالی از مدل آلتمن^۱ (۱۹۶۸) استفاده شده است. نهایتاً برای محاسبه متغیر پس از جمع‌آوری و محاسبات فوق به سال شرکت‌هایی که زیر ۱/۸۰ باشد عدد یک و بالای ۱/۸۰ عدد صفر تعلق خواهد گرفت [۱۲].

$$z\text{-score} = 0.3 X_1 + 1.0 X_2 + 1.4 X_3 + 1.2 X_4 + 0.6 X_5$$

در این مدل Z-SCORE بیانگر امتیاز مربوط به توان مالی و به شرح زیر می‌باشد:

X_۱: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به دارایی پایان دوره.

X_۲: نسبت درآمد به دارایی پایان دوره.

X_۳: نسبت سود انباشته به دارایی پایان دوره.

X_۴: نسبت خالص سرمایه در گردش به بدهی کل.

X_۵: ارزش بازار سهام به بدهی کل.

متغیرهای کنترلی پژوهش

LEV (اهرم مالی): نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها

SIZE (اندازه شرکت): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

CF (نسبت نقدینگی): (نقدینگی عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌ها)

Q (شاخص کیو توبین):

$$Q \text{ tobin} = M.V.S + B.V.D / B.V.A$$

M.V.S = ارزش بازار صاحبان سهام

B.V.D = ارزش دفتری بدهی‌ها

B.V.A = ارزش دفتری دارایی‌ها.

مدل جامع رگرسیونی آزمون فرضیه‌های پژوهش

$$INVEST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MAT_{i,t-1} + \beta_2 Z-t_{i,t-1} + \beta_3 (MAT_{i,t-1} \times Z-t_{i,t-1}) + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 CF_{i,t-1} + \beta_6 SIZE_{i,t-1} + \beta_7 Q_{i,t-1} + \beta_8 INVEST_{i,t-1} + e_{i,t}$$

یافته‌های پژوهش**آماره توصیفی متغیرهای پژوهش**

یافته‌های پژوهش شامل آمار توصیفی و آمار استنباطی است که ابتدا در جدول زیر آمار توصیفی ارائه شده است.

^۱ Althman.

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق بعد از شناسایی و جایگزین کردن داده‌های پرت آماری را نشان می‌دهد. آمار توصیفی ارائه شده مربوط به ۱۳۴ شرکت نمونه در بازه زمانی ۷ ساله (۱۳۹۴-۱۴۰۰) یا (۹۳۸ سال-شرکت) می‌باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
سررسید بدهی شرکت	MAT	۰/۰۶۴	۰/۴۱	۰/۰۰۱	۰/۰۷۱	۲/۲۱	۸/۶۳
سرمایه‌گذاری شرکت	INVEST	۰/۴۶	۲/۸۹	۰/۰۰۰۴	۰/۷۴	۲/۳۶	۷/۶۰
اهرم مالی	LEV	۰/۵۶	۱/۸۲	۰/۰۹۴	۰/۲۱	۰/۱۸	۳/۸۹
کیو توبین	Q	۲/۸۹	۱۵/۷۷	۱/۰۰	۲/۷۹	۲/۸۲	۱۱/۶۶
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۷۲	۳۰۲۰	۱۱/۱۱	۱/۶۱	۰/۷۹	۳/۹۷
نسبت نقدینگی	CF	۰/۱۰	۰/۵۵	-۰/۱۰	۰/۱۲	۰/۸۸	۳/۹۰

آمار توصیفی میزان پراکندگی کل نمونه را نشان می‌دهد. مثلاً میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با (۰/۵۶) صدم می‌باشد که نمایانگر این مطلب است که اکثر داده‌ها در همین حوالی هستند و همچنین مقدار میانگین برای متغیر سررسید بدهی شرکت برابر است با (۰/۰۶۴) می‌باشد. مقدار انحراف معیار برای کیو توبین برابر (۲/۷۹) و برای سررسید بدهی شرکت (۰/۰۷۱) می‌باشد که بالاترین و کمترین انحراف معیار را دارند.

آماره توصیفی متغیر کیفی پژوهش (توزیع فراوانی)

جدول (۲): توزیع فراوانی متغیر درماندگی مالی

شرح	نماد	ارزش	فراوانی	درصد فراوانی
درماندگی مالی دارد	Z-t	۱	۲۳۷	۲۵/۲۷
فاقد درماندگی مالی	Z-t	۰	۷۰۱	۷۴/۷۳
جمع کل	-	-	۹۳۸	۱۰۰

همان‌طور که در جدول (۲) قابل مشاهده است، جمع کل سال شرکت‌های مورد بررسی برابر با ۹۳۸ مورد می‌باشد که تعداد ۲۳۷ مورد معادل ۲۵/۲۷ درصد از سال-شرکت‌ها دارای درماندگی مالی می‌باشند و ۷۰۱ مورد معادل ۷۴/۷۳ درصد از سال-شرکت‌ها فاقد درماندگی مالی هستند.

جدول (۳): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه پژوهش	۱۲۱/۰۶	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل در جدول (۳) نشان می‌دهد که سطح معنی داری آزمون در مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی مدل‌ها با اجرای دستور gls و همچنین استفاده از امکانات ابزار نیرومند استاندارد در نرم‌افزار ایویوز ۱۰، رفع شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه پژوهش	۱/۷۱	۰/۴۲	عدم وجود خودهمبستگی سریالی

با توجه به نتایج جدول (۴)، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون خودهمبستگی سریالی در مدل پژوهش با سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد بیانگر عدم وجود خود همبستگی سریالی در مدل می‌باشد.

جدول (۵): آزمون مانایی (لوین، لین و چو) متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
سررسید بدهی شرکت	MAT	-۲۳/۷۴۱۳	۰/۰۰۰۰	مانا است
سرمایه‌گذاری شرکت	INVEST	-۲۷/۹۳۹۹	۰/۰۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	LEV	-۱۶/۷۷۴۶	۰/۰۰۰۰	مانا است
کیو توبین	Q	-۶۲/۶۵۸۱	۰/۰۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	SIZE	-۱۰/۹۸۱۴	۰/۰۰۰۰	مانا است
نسبت نقدینگی	CF	-۱۸/۶۰۷۸	۰/۰۰۰۰	مانا است

جدول (۵) نشان می‌دهد که سطح معنی داری متغیرها در آزمون مانایی کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرها است.

جدول (۶): نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل پژوهش	۱/۹۸	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی

جدول (۶) نشان می‌دهد که آزمون اف لیمر با سطح معناداری زیر ۵ صدم بیانگر پذیرش الگوی داده‌های تابلویی است.

جدول (۷): نتایج آزمون هاسمن

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
مدل پژوهش	۱۴۴/۱۴	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدا

جدول (۷) نشان می‌دهد که با سطح معناداری زیر ۵ صدم نشان دهنده پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا است.

نتیجه آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین سررسید بدهی و سطح سرمایه‌گذاری شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
فرضیه دوم: درماندگی مالی بر رابطه بین سررسید بدهی و سطح سرمایه‌گذاری شرکت تأثیرگذار است.

جدول (۸): نتیجه آزمون فرضیه‌های پژوهش

متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری	VIF
سررسید بدهی	MAT	-۰/۵۰	۰/۲۴	-۲/۰۹	۰/۰۳۶	۱/۹۴
درماندگی مالی	Z-t	-۰/۱۱	۰/۰۲۹	-۳/۷۲	۰/۰۰۰۲	۲/۵۰
تعامل سررسید بدهی و درماندگی مالی	Z-tx MAT	۰/۳۳	۰/۲۴	۱/۳۸	۰/۱۶	۳/۰۹
اهرم مالی	LEV	۰/۳۳	۰/۰۸۸	۳/۷۸	۰/۰۰۰۲	۱/۵۳
نسبت نقدینگی	CF	۰/۲۵	۰/۰۸۳	۳/۰۰	۰/۰۰۲	۱/۰۹
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۱	۰/۰۲۳	۴/۸۵	۰/۰۰۰۰	۱/۰۴
کیو توبین	Q	۰/۰۵۷	۰/۰۰۵	۱۰/۵۳	۰/۰۰۰۰	۱/۱۲
سرمایه‌گذاری دوره قبل	INVEST	-۰/۰۰۳	۰/۰۲۷	-۰/۱۴	۰/۸۸	۱/۰۴
ضریب تعیین				۰/۴۹		
دوربین واتسون				۱/۹۹		
آماره F				۵/۵۲۰۵۳۹		
سطح معناداری				۰/۰۰۰۰		

نتایج جدول (۸) نشان می‌دهد که سررسید بدهی شرکت با ضریب منفی (-۰/۵۰) و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰/۰۳۶) رابطه معکوس با سرمایه‌گذاری شرکت دارد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

همچنین درماندگی مالی با ضریب منفی (۰/۱۱-) و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰/۰۰۰۲) رابطه معکوس با سرمایه‌گذاری شرکت دارد؛ ضمن این که تعامل بین درماندگی مالی و سررسید بدهی با سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد (۰/۱۶) بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته نمی‌شود. کلیه متغیرهای کنترلی شامل اهرم مالی، اندازه شرکت، کیوتوبین و نسبت نقدینگی با سطح معناداری زیر ۵ درصد رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش دارند. مقدار ضریب تعیین نشان دهنده این موضوع است که ۴۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته بوسیله متغیرهای مستقل توضیح داده شده است. همخطی هم نشان داد که همخطی شدیدی بین متغیرها نیست.

بحث و نتیجه‌گیری پژوهش

همان‌طور که عنوان شد هدف اساسی پژوهش حاضر بررسی ارتباط ساختار بدهی و سرمایه‌گذاری با توجه به درماندگی مالی است. سیاست مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار مرتبط هستند، زیرا مسائل ذاتی آژانس مربوط به سطوح بدهی و ساختار سررسید آن‌ها انگیزه‌هایی را برای سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر ایجاد می‌کند. ارزش یک کسب و کار با دارایی‌های موجود و فرصت‌های رشد آن تعیین می‌شود. علاوه بر این، فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی برای شرکت‌ها مشابه‌گزینه‌هایی است که می‌تواند باعث انتقال ثروت بین سهامداران و دارندگان اوراق قرضه شود. ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بین شرکت‌هایی با ساختار سرمایه متفاوت به طور قابل توجهی متفاوت است. انعطاف‌پذیری بالای ذاتی در اوراق با سررسید کوتاه تا حد زیادی ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. بنابراین، برای رسیدگی به مشکل سرمایه‌گذاری کم، شرکت‌های با رشد بالا معمولاً سیاست‌های تامین مالی را اتخاذ می‌کنند که شامل سیاست‌های اهرمی پایین یا سیاست‌های سررسید بدهی کوتاه‌مدت است. با توجه به نتایج حاصل شده در فصل چهارم مشاهده شد (نتایج جدول نشان می‌دهد که سررسید بدهی شرکت با ضریب (۰.۵۰-) و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰.۰۳۶) رابطه معکوس با سرمایه‌گذاری شرکت دارد که نهایتاً ساختار سررسید بدهی شرکت‌ها با ضریب منفی تأثیر معکوس بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد در واقع رابطه معکوس بدین گونه قابل تبیین است که زمانی که سررسید بدهی‌های شرکت افزایش یابد در قبال آن سرمایه‌گذاری شرکت کاهش خواهد یافت. نتایج حاصل شده با نتایج پژوهش نومان و همکاران (۲۰۲۲) همسو می‌باشد. شرکت‌های با درماندگی مالی ناچاراً سررسید بدهی‌های آن‌ها افزایش و نهایتاً سرمایه‌گذاری می‌تواند تحت تأثیر این عامل قرار گیرد و با توجه به نتایج حاصل شده درماندگی مالی با ضریب منفی (۰.۱۱-) و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰.۰۰۲) مشاهده شد که درماندگی مالی رابطه معکوس با سرمایه‌گذاری شرکت دارد در واقع با افزایش درماندگی مالی می‌توان گفت که سرمایه‌گذاری شرکت کاهش می‌یابد. همچنین با تعامل درماندگی مالی با سررسید بدهی‌های شرکت‌ها تأثیری در سرمایه‌گذاری شرکت حاصل نشد که در واقع ترکیب این دو عامل بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار نمی‌باشد. نتایج حاصل شده با نتایج پژوهش نومان و همکاران (۲۰۲۲) همسو نیست. با توجه به قابل وثیقه بودن دارایی‌های سرمایه‌ای، سرمایه‌گذاری و در واقع به بیان بهتر رشد سرمایه‌گذاری در این زمینه می‌تواند عملکرد و ارزش سهام‌سازان را افزایش دهد. با توجه به اینکه ساختار سررسید بدهی

شرکت‌ها می‌توانند بر سطح سرمایه‌گذاری آن‌ها تأثیرگذار باشد، بنابراین مدیران با تنظیم و تأمین مالی از طریق انواع بدهی می‌توانند تأثیر این عامل را بر رشد سرمایه‌گذاری کاهش دهند. سرمایه‌گذاران با بررسی نوع ساختار سررسید بدهی شرکت‌ها قادرند سطح سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت‌ها را پیش‌بینی و سرمایه‌گذاری بهتری داشته باشند. به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌گردد موضوع پژوهش را به تفکیک صنایع گوناگون مورد بررسی قرار داده و نتایج را با نتایج پژوهش حاضر مقایسه نمایند [۱۹].

توصیه میشود بررسی تأثیر سویه‌های رفتاری مدیریت بر ساختار بدهی شرکت‌ها، بررسی تأثیر مدیریت ریسک بر در ماندگی مالی شرکت‌ها، بررسی تأثیر ریسک مالی بر رشد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و همچنین بررسی رشد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی [۱].

فهرست منابع

۱. ایزد پور، مصطفی؛ قافله باشی، سید محمد امین؛ زمانی فروشانی، محمدجواد؛ جودکی، زهرا. (۱۴۰۱). «تجدید ارائه صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری: نقش میانجی محدودیت مالی». *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، شماره (۵۳)، صص ۱۵۵-۱۷۴.
۲. ایزدی نیا، ناصر، منصورفر، غلامرضا؛ رشیدی خزایی، موسی. (۱۳۹۴). «درماندگی مالی به‌عنوان عاملی برای مدیریت سود». *استراتژی مدیریت مالی دانشگاه الزهراء*. سال سوم. پایه دهم. صص ۲۵-۴۷.
۳. برادران حسن‌زاده، رسول؛ بادآور نهندي، یونس؛ نگهبان، لیلا. (۱۳۹۳). «تأثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری». *پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره (۱۹)، صص ۸۹-۱۰۶.
۴. بهرامی، سمانه؛ فرهادتوسکی، امید. (۱۴۰۰). «بررسی رابطه بین اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران و تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری». *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*. شماره (۷۸)، دوره (۵)، صص ۱-۱۶.
۵. جعفری، علی؛ بیداروند، رضا؛ ملکی، عاطفه. (۱۴۰۰). «رابطه قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و ساختار سررسید بدهی». *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*. دوره چهارم، شماره ۴۶، صص ۱-۱۵.
۶. حاجی‌ها، زهره؛ اخلاقی، حسن علی؛ رسائیان، امیر. (۱۳۹۲). «بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی بر اساس برخی متغیرهای کلان اقتصادی». دوره (۱۰)، شماره (۲۴)، صص ۱۲-۱۴۶.
۷. رازمنش، فاطمه؛ سوری، ابودر. (۱۴۰۰). «کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری: نقش تعدیل‌گر مالکیت خانوادگی». *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، شماره (۵۳)، دوره (۱۷)، صص ۳۱-۴۷.
۸. زلفی، حسن؛ نوروزی، محمد؛ اسدی، غلامحسین؛ کزازی، محمد. (۱۳۹۸). «ویژگی‌های کمیته حسابرسی، هزینه بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری». دوره (۱۱)، شماره (۱)، صص ۱۰۱-۱۱۶.
۹. شعری آناقیز، صابر؛ حساس یگانه، یحیی؛ سدید، مهدی؛ نره‌ئی، بنیامین. (۱۳۹۵). «ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، شماره (۵۲)، صص ۱-۲۸.
۱۰. فروغی، داریوش، امیری، هادی، الشریف، سیدمحمد. (۱۳۹۶). «تأثیر درماندگی مالی بر اثرگذاری اقلام‌تعهدی بر بازده‌های آتی». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*. (۵۵) ۱۴. ۹۳-۱۲۳.
11. Aksar, Muhammad, Shoib Hassanb, Muhammad Bilal Kayani, Suleman Khan, Tanvir Ahmed. (2022). Cash holding and investment efficiency nexus for financially distressed firms: The moderating role of corporate governance. *Management Science Letters* 12 (2022) 67-74. doi: 10.5267/j.msl.2021.7.001.

12. Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
13. Anagnostopoulou, Seraina C. and Avgoustaki, Argyro and Garcia Osma, Beatriz, Human Resource Systems and Corporate Investment Efficiency. (2021). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3563037> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3563037>.
14. Dang, V.A. (2011), "Leverage, debt maturity and firm investment: an empirical analysis", **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol. 38 Nos 1 & 2, pp. 225-258.
15. Khan, M.A., Yau, J.T.H., Marsidi, A. and Ahmed, Z. (2022), "Pushing a balloon: does corporate risk disclosure matter for investment efficiency?", **Journal of Financial Reporting and Accounting**, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JFRA-08-2021-0253>.
16. Li Yuanhui., Xiao Li, Erwei Xiang, Hadrian Geri Djajadikerta. (2020). Financial Distress, Internal Control, and Earnings Management: Evidence from China. **Journal of Contemporary Accounting & Economics** S1815-5669(20) 30024-2.PP 1- 48.
17. Mateus, C. and Paulo, T. (2013), "Leverage and the maturity structure of debt in emerging markets", *Journal of Mathematical Finance*, Vol. 3, pp. 46-59.
18. MatthiasRegier. (2021). Does Longer Duration of Executive Compensation Foster Investment Efficiency? **European Accounting Review**, DOI:10.1080/09638180.2021.1989317.
19. Nouman. Muhammad, Ijaz Ahmad and Muhammad Fahad Siddiqi .(2022). Debt maturity structure and firm investment in the financially constrained environment. The current issue and full text archive of this journal is available on Emerald Insight at: <https://www.emerald.com/insight/1746-8809>.
20. Quah, H. Haman, J. & Naidu, D. (2021). The effect of stock liquidity on investment efficiency under financing constraints and asymmetric information: Evidence from the United States. **Accounting & Finance**, 61, 2109-2150.
21. Boubaker, S. VA Dang, S Sassi. (2022). Competitive pressure and firm investment efficiency: Evidence from corporate employment decisions **European Financia** Volume28, Issue1 pp113-161.
22. Chu, S., Oldford E .(2022). Female directors, R&D activities and firms' investment efficiency: evidence from China. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, 2022 - Taylor & Francis Received 7(21).pp218-236.



Relationship between Debt Structure and Investment with Regard to Financial Distress

Shiva Fathabady¹©

MSc. Accounting, Department of Accounting, Payam Noor University, Tehran, Iran

Alireza Momeni(PhD)

Assistant Professor, Department of Accounting, Payam Noor University, Tehran,
Iran

(Received: May 23, 2023; Accepted: October 30, 2023)

The purpose of this study is to investigate the relationship between debt structure and investment with regard to financial helplessness. The current research is applied and from the methodological point of view, the correlation is causal type (post-event). The statistical population of the research is all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange, and using the systematic elimination sampling method, 134 companies were selected as the research sample and were examined in a 7-year period between 2015 and 2021. The results of the research hypotheses test showed that the debt maturity structure has an inverse relationship with the companies' investment. Financial helplessness has an inverse relationship with companies' investment, but the interaction of financial helplessness with debt structure does not affect the company's investment.

Keywords: Debt Structure, Investment, Financial Helplessness.

¹ shivafathabady.99@gmail.com© (Corresponding Author)