

## شناسایی عوامل تعیین کننده بر فرصت سرمایه گذاری با استفاده از رگرسیون

دکتر بهمن بنی مهد\*      متین فرزانه نوخندان\*\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۱۰/۰۱      تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۱۲/۰۳

### چکیده

این مقاله عوامل تأثیرگذار بر فرصت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی یک دوره زمانی ۷ ساله از سال ۸۲ الی ۸۸ بررسی می‌کند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد شاخص سودآوری، اهرم مالی، اندازه شرکت و نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی از جمله متغیرهای تأثیرگذار بر فرصت سرمایه‌گذاری می‌باشند. همچنین نتایج بیانگر آن است که رشد فروش و نوع مالکیت شرکت رابطه‌ای با فرصت سرمایه‌گذاری ندارند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که شاخص سودآوری بیشترین همبستگی را با فرصت سرمایه‌گذاری دارد.

واژه‌های کلیدی: فرصت سرمایه‌گذاری، شاخص سودآوری، اهرم مالی، اندازه شرکت.

---

\* استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات.

b\_banimahd@yahoo.com

\*\* کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.

## ۱- مقدمه

بورس اوراق بهادار نقش با اهمیتی در جذب پس اندازها و نقدینگی به منظور رشد سرمایه گذاری در اقتصاد کشور ایفا می نماید. چرا که سرمایه گذاری وظیفه تعیین کننده ای در نوسانات اقتصادی و رشد اقتصادی یک کشور دارد. جذب پس انداز و نقدینگی و ایجاد زمینه سرمایه گذاری برای سهامداران، هم برای شرکتها و هم برای سهامداران مفید فایده خواهد بود. از دیدگاه نظری، جذب نقدینگی سهامداران از طریق بازار سرمایه، موجب تأمین مالی و در نتیجه سرمایه گذاری شرکتها در پروژهها با بازده و سودآوری مناسب خواهد شد. سودآوری موجب افزایش و بهبود جریانهای نقدی ورودی به داخل شرکت شده و این موضوع در بلندمدت باعث افزایش ارزش شرکت در بازار سرمایه خواهد شد. افزایش ارزش شرکت نیز خود افزایش ثروت سهامداران را به دنبال دارد. (Abor and et. al. , 2010) تاکنون پژوهش های مختلفی، رشد سرمایه گذاری یک بنگاه اقتصادی را در بازار سرمایه از طریق شاخص های توبین، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت قیمت به سود تعیین نموده اند (Hovakimian, 2009; Adam and Goyal, 2008; Lai, 2011). در این پژوهش نگارنده سعی دارد تا عوامل تعیین کننده ارزش یک شرکت در بازار سرمایه را از طریق تخمین و شناسایی نماید. از این رو هدف این پژوهش، در درجه اول شناسایی عوامل تأثیرگذار بر شاخص های عملکرد بازار و در درجه دوم، بسط مبنای نظری در رابطه با ارزش بازار شرکتها، در مباحث مدیریت مالی می باشد. اهمیت پژوهش این است که به گونه تجربی به تحلیل گران مالی، سرمایه گذاران، مدیران و سایر استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری این آگاهی را دهد که شاخص های عملکرد بازار یک شرکت، تحت تأثیر چه متغیرهایی هستند. این آگاهی می تواند تجزیه و تحلیل ارزش یک شرکت در بورس اوراق بهادار را برای استفاده کنندگان آسان نماید. در بخش های بعدی مقاله، مبنای نظری و پیشینه پژوهش، متدولوژی پژوهش، آزمون فرضیه ها و نتایج

شناسایی عوامل تعیین کننده بر فرصت سرمایه گذاری با استفاده از رگرسیون. . . . . ۲۰۹

پژوهش بررسی خواهد شد.

## ۲- مبانی نظری پژوهش

### نظریه توبین

رابطه بین فعال و مولد بودن بازار سهام و سرمایه گذاری توسط توبین (۱۹۶۹) بررسی شده است. به عقیده او قیمت‌های سهام در بازار، انعکاس دهنده بهره وری نهایی سرمایه است. یعنی با افزایش قیمت‌های سهام در بازار، بهره وری نهایی سرمایه نیز افزایش می‌یابد. افزایش در بهره وری سرمایه، موجب افزایش در سرمایه گذاری می‌شود. از این رو تغییر در قیمت‌های سهام با رشد سرمایه گذاری رابطه‌ای مستقیم دارد. این نظریه توسط فاما (۱۹۸۱) و بارو (۱۹۹۰) نیز تأیید شده است (Barro, 1990, Fama, 1981; Tobin, 1969).

### فرضیه آگاهی دهنده فعال<sup>۱</sup>

این فرضیه توسط براون و جانسون (۲۰۰۵) معرفی شد. بر پایه این فرضیه، بازارهای سرمایه به واسطه انتقال اطلاعات به سرمایه گذاران مختلف، قیمت‌های سهام را کشف می‌نمایند. بر اساس این فرضیه، بازارهای سهام به طور فعال مدیران را درباره تغییرات در سرمایه گذاری آتی، آگاه می‌سازد. در نتیجه، افزایش در قیمت‌های سهام، منعکس کننده تغییرات در سرمایه گذاری آتی است. از این رو، پس‌اندازهای بیشتری برای تأمین مالی سرمایه گذاری‌ها از طریق بازار سهام، قابل جذب خواهد بود. بر اساس این فرضیه، توسعه بازار سهام موجب کاهش هزینه تهیه اطلاعات و تخصیص کارای منابع می‌شود (Braun and Johnson, 2005).

---

1. Active Information Hypothesis.

۲۱۰..... پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره بیست و یکم، بهار ۱۳۹۳

### ۳- پیشینه پژوهش

#### ۳-۱- پژوهش های داخلی

- کریمی و همکاران (۱۳۸۹) تحقیقی با عنوان "بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام داده اند. بدین منظور دو فرضیه تدوین گردیده؛ در فرضیه اول تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری و در فرضیه دوم تأثیر فرصت رشد بر تصمیمات سرمایه گذاری مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها بیانگر تأیید فرضیه اول و رد فرضیه دوم با استفاده از داده های تابلویی می باشد. علاوه بر این یافته های پژوهش نشان داد رابطه منفی و معنی دار بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه گذاری وجود دارد.

- ایرج نوروش (۱۳۸۹) تحقیقی با عنوان "تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام داده اند. نتایج بدست آمده نشان می دهد که رابطه منفی و معنادار بین اهرم و سرمایه گذاری برقرار است. همچنین نتایج نشان می دهند که ارتباط اهرم - سرمایه گذاری برای شرکت هایی با فرصت رشد کمتر، قوی تر از شرکت هایی با فرصت رشد بیشتر است.

- ایمان آزاد فر (۱۳۸۶) تحقیقی با عنوان "ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری با عملکرد شرکت" انجام داده اند. یافته ها و نتایج حاصل از تحقیق بیانگر آن است که با توجه به شاخصه های در نظر گرفته شده بین فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

#### ۳-۲- پژوهش های خارجی

- یوکان و اوزترک<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) متغیرهای تأثیرگذار بر رشد سرمایه گذاری را در اقتصاد

---

1. Ucan and öztürk

شناسایی عوامل تعیین کننده بر فرصت سرمایه گذاری با استفاده از رگرسیون. . . . . ۲۱۱

- ترکیه، مورد بررسی قرار دادند. آن در پژوهش خود نشان دادند رشد در تولید ناخالص داخلی، تجارت خارجی، جریان سرمایه، بدهی خارجی و نرخ بهره و تورم از عوامل اصلی رشد سرمایه داری در ترکیه است. (Ucan and öztürk, 2011)
- عسکر و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) تفاوت در رفتار سرمایه گذاری میان شرکت‌های بورسی و غیر بورسی آمریکا را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها دریافته‌اند شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در مقایسه با شرکت‌های غیر بورسی، رشد سرمایه گذاری کمتری دارند. این موضوع در شرکت‌های بورسی که قیمت سهام آن‌ها به سود سال جاری حساس است، بیشتر مشاهده می‌شود. هم چنین آن‌ها در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های بورسی، برای اجتناب از گزارش زیان و در نتیجه عدم پرداخت سود، سود را هموارسازی می‌کنند. (Asker and et. al. , 2011)
- لای<sup>۲</sup> در پژوهش خود دریافت هزینه‌های مالی رابطه‌ای مثبت با رشد سرمایه گذاری دارد. اما هنگامی که حسابرس شرکت یکی از ۴ موسسه بزرگ حسابرسی باشد، این رابطه ضعیف تر است. نتایج پژوهش او نشان داد کیفیت بالای حسابرسی منجر به انتشار اطلاعات قابل اتکاء برای وام دهندگان شده و پرداخت وام به شرکت‌ها را محدود می‌نماید. هم چنین او دریافت وام‌های کوتاه مدت، باعث کاهش تضاد منافع میان وام دهندگان و سهامداران خواهد شد. (Lai, 2011)
- دانوا و آگون تانت<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) عوامل اثرگذار بر سرمایه گذاری را طی دوره زمانی ۱۹۷۰ الی ۲۰۰۸ در نیجریه بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر آن بود که نرخ ارز، عملکرد، اندازه بازار سرمایه، ثبات سیاسی و ثبات اقتصادی از عوامل تعیین کننده و با اهمیت بر رشد سرمایه گذاری هستند. از میان متغیرهای فوق، نرخ ارز مهم ترین عامل اثرگذار بر سرمایه گذاری داخلی و بی ثباتی اقتصادی و سیاسی از متغیرهای مهم در عدم رشد سرمایه گذاری در نیجریه محسوب می‌شوند. (Donwa and Agbontaent, 2010)

---

1. Asker and et. al.  
2. Lai  
3. Donwa and Agbontaent

۲۱۲..... پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره بیست و یکم، بهار ۱۳۹۳

- آبور و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) اثر بازارهای مالی بر رشد سرمایه گذاری در بازارهای نوظهور را بررسی کردند. آنها در پژوهش خود نشان دادند رشد بازارهای مالی با رشد سرمایه گذاری رابطه ای مستقیم دارد. هم چنین آنها پرداخت وام بانکی به بخش خصوصی، انتشار اوراق قرضه و انتشار سهام را از عوامل تأثیرگذار بر رشد سرمایه گذاری می دانند. نتیجه پژوهش آنها، نشان داد که بازار اوراق بهادار و بخش بانکی هر کدام مکمل یک دیگر برای رشد سرمایه گذاری محسوب می شوند (Abor and et. al. , 2010).

- آبور و بوک پین<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) در پژوهش دیگر اثر رشد سرمایه گذاری و تأمین مالی را بر سیاست پرداخت نقدی سود در ۳۴ کشور طی دوره زمانی ۱۹۹۰ الی ۲۰۰۶ مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد میان رشد سرمایه گذاری و سیاست پرداخت نقدی سود، رابطه ای منفی و با اهمیت وجود دارد (Abor and Bokpin , 2010).

- چانگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) در بررسی کارایی سرمایه گذاری در ۱۰۰ شرکت برتر بورس اوراق بهادار نیویورک، طی دوره زمانی ۱۹۸۶ الی ۲۰۰۷ دریافتند که کارایی سرمایه گذاری به عواملی چون تغییر در سود هر سهم، رشد دارایی های شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سال قبل وابسته است. (Chang and et. al, 2010)

- هوی فانگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۹)، در پژوهش خود رابطه بین فرصت سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود را بررسی کردند. آنها نشان دادند که رشد سرمایه گذاری با سود نقدی رابطه منفی و با سود سهمی (افزایش سرمایه از محل سود انباشته) رابطه ای مثبت دارد. (Hui-fang and et. al. , 2009)

- آدام و گوپال<sup>۵</sup> (۲۰۰۸) در پژوهشی نشان دادند نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری خالص دارایی ها بار اطلاعاتی بالاتری در رابطه با فرصت های سرمایه گذاری در

---

1. Abor and et. al.  
2. Abor and Bokpin  
3. Chang and et. al.  
4. Hui-fang and et. al.  
5. Adam and Goyal

شناسایی عوامل تعیین کننده بر فرصت سرمایه گذاری با استفاده از رگرسیون. . . . . ۲۱۳

مقایسه با نسبت قیمت به سود و شاخص توبین دارد. (Adam and Goyal, 2008)

#### ۴- متغیرهای مورد مطالعه

در این پژوهش، متغیر وابسته فرصت سرمایه گذاری می باشد. این متغیر از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری به دست می آید. اگر مقدار این نسبت در شرکتی بالای میانگین این نسبت باشد، یعنی فرصت سرمایه گذاری در آن شرکت بالا است، بنابراین مقدار یک به آن اختصاص داده می شود و در غیر این صورت مقدار آن صفر است. متغیرهای مستقل به شرح زیر می باشند:

- سودآوری: سود آوری شرکت از طریق تقسیم سود خالص به جمع دارایی به دست می آید. این نسبت نشان دهنده عملکرد مدیریت شرکت ها است.
- اندازه شرکت: عبارتست از اندازه و بزرگی شرکت. اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی جمع دارایی ها اندازه گیری می شود.
- نسبت اهرمی: نسبت اهرمی، یعنی ریسک مالی شرکت که از طریق نسبت بدهی به جمع دارایی محاسبه می شود.
- نوع مالکیت شرکت: متغیر مصنوعی است که با مقدار صفر و یک نشان داده می شود. مقدار یک برای شرکت هایی که در مالکیت دولت قرار دارند و مقدار صفر برای شرکت هایی که مالکیت آن ها در اختیار دولت نیست.
- رشد فروش: از تقسیم (فروش سال جاری - فروش سال قبل) به فروش سال قبل بدست می آید.
- نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی: از طریق تقسیم دارایی ثابت به جمع دارایی به دست می آید. این نسبت نشان دهنده شدت سرمایه گذاری می باشد.

## ۵- فرضیه های تحقیق

با توجه به مبانی نظری پژوهش و هدف آن فرضیه های زیر تدوین شده است:

- فرضیه اول: میان سود آوری شرکت و فرصت سرمایه گذاری رابطه معنی دار وجود دارد.
- فرضیه دوم: میان اندازه شرکت و فرصت سرمایه گذاری رابطه معنی دار وجود دارد.
- فرضیه سوم: میان نسبت اهرمی و فرصت سرمایه گذاری رابطه معنی دار وجود دارد.
- فرضیه چهارم: میان نوع مالکیت شرکت و فرصت سرمایه گذاری رابطه معنی دار وجود دارد.
- فرضیه پنجم: میان رشد فروش و فرصت سرمایه گذاری رابطه معنی دار وجود دارد.
- فرضیه ششم: میان نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی و فرصت سرمایه گذاری رابطه معنی دار وجود دارد.

## ۶- روش تحقیق

روش تحقیق در این پژوهش، روش اکتشافی از نوع همبستگی و روش تحقیق ترکیبی است. در تحقیق ترکیبی، مبانی نظری موضوع مورد پژوهش، از طریق مطالعات کتابخانه ای بدست می آید. همچنین برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه های تحقیق، روش همبستگی انتخاب گردیده است. علت انتخاب روش مزبور آن است که تعداد متغیرهای بازیگر در مورد موضوع پژوهش زیاد بوده و تنها روش تحقیق همبستگی است که به محقق اجازه می دهد تا متغیرهای زیادی را اندازه گیری کند و همزمان همبستگی آنها را محاسبه و در نهایت یک مدل با استفاده از آنها استخراج نماید.



شناسایی عوامل تعیین کننده بر فرصت سرمایه گذاری با استفاده از رگرسیون. . . . . ۲۱۵

## ۷- نمونه آماری

در این تحقیق صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۸۲ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. نمونه تحقیق به صورت زیر استخراج شده است:

۱۰. شرکت‌هایی انتخاب می‌شوند که پایان دوره آن‌ها پایان اسفندماه باشند.
  ۱۱. شرکت در دوره تحقیق توقف معامله نداشته باشد.
  ۱۲. اطلاعات آن‌ها در همه سال‌های دوره تحقیق در دسترس باشد.
  ۱۳. شرکت در گروه سرمایه گذاری و یا صنعت بانکداری نباشد.
- با توجه به مجموعه شرایط فوق، تعداد مشاهدات ۳۹۳ می‌باشد.

## ۸- آماره‌های توصیفی

نتایج آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق در طول دوره تحقیق در جدول ۱ آورده شده است:

جدول ۱- آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	میانگین	میان	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
سودآوری	۰.۱۶۸	۰.۱۴۹	۰.۱۲۷	-۰.۲۱	۰.۶۱۴
اندازه شرکت	۱۲.۹۱۱	۱۲.۶۰۴	۱.۴۵۴	۱۰.۰۸۹	۱۸.۰۶۴
اهرم مالی	۰.۶۶۲	۰.۶۶۳	۰.۱۵۲	۰.۱۵۴	۱.۱۷۷
رشد فروش	۰.۱۸۶	۰.۱۵۳	۰.۲۳۸	-۰.۵۱۱	۱.۶۹۴
فرصت سرمایه‌گذاری	۱.۷۰۳	۱.۶۷۷	۰.۹۸۸	۰.۳۹۹	۴.۴۴۰

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

۲۱۶..... پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره بیست و یکم، بهار ۱۳۹۳

## ۹- آزمون نرمال بودن متغیر وابسته

آزمون کولموگروف-اسمیرنوف تک نمونه‌ای به مقایسه تابع توزیع تجمعی مشاهده شده با تابع توزیع تجمعی نظری (مورد انتظار) در یک متغیر ترتیبی می‌پردازد. به عبارتی، در این آزمون، توزیع یک صفت در یک نمونه با توزیعی که برای آن جامعه مفروض است، مقایسه می‌شود.

$H_0$ : توزیع متغیر وابسته نرمال است.

$H_1$ : توزیع متغیر وابسته نرمال نیست.

چون درجه معناداری  $0/78$  و بزرگتر از  $0/05$  می‌باشد بنابراین فرض  $H_0$  تأیید می‌شود و می‌توان ادعا نمود متغیر وابسته نرمال می‌باشد. نتایج این آزمون در جدول ۲ آورده شده است

جدول ۲- آزمون کولموگروف-اسمیرنوف

فرصت سرمایه‌گذاری	۳۹۳
تعداد مشاهدات	۰.۶۵۶
آماره کولموگروف-اسمیرنوف	۰.۷۸۳
درجه معناداری	

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۹-۱ - نتایج آزمون فرضیات

در جدول ۳ نتایج آزمون فرضیات به همراه آماره‌های مربوطه آورده شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون فرضیات

فرضیات	متغیر مستقل	متغیر وابسته	درجه معناداری	نتیجه
بین میانگین فرصت سرمایه گذاری شرکت‌های دولتی و غیردولتی تفاوت معنادار وجود دارد	نوع مالکیت	فرصت سرمایه گذاری	۰.۰۰۳	تأیید فرضیه
بین فرصت سرمایه گذاری و اهرم مالی رابطه وجود دارد	اهرم مالی	فرصت سرمایه گذاری	۰.۳۵۳	رد فرضیه
بین فرصت سرمایه گذاری و اندازه شرکت رابطه وجود دارد	اندازه شرکت	فرصت سرمایه گذاری	۰.۰۲۵	تأیید فرضیه
بین فرصت سرمایه گذاری و نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی وجود دارد	نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی	فرصت سرمایه گذاری	۰.۰۰۵	تأیید فرضیه
بین فرصت سرمایه گذاری و رشد فروش رابطه وجود دارد	رشد فروش	فرصت سرمایه گذاری	۰.۰۰	تأیید فرضیه
بین فرصت سرمایه گذاری و سودآوری رابطه وجود دارد	سودآوری	فرصت سرمایه گذاری	۰.۰۰	تأیید فرضیه

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۱۰- مدل فرصت سرمایه گذاری

در جدول ۴، ضرایب تأثیر رگرسیونی متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته نشان داده شده است. متغیرها با استفاده از روش پس رونده وارد مدل رگرسیونی شده‌اند. مقایسه متغیرها نشان می‌دهد که:

تأثیر چهار متغیر سودآوری، اهرم مالی، نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی و اندازه شرکت بر فرصت سرمایه گذاری معنی دار است، اما متغیرهای نوع مالکیت و رشد

۲۱۸..... پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره بیست و یکم، بهار ۱۳۹۳

فروش که درجه معناداری این متغیرها بالاتر از ۰/۰۵ می باشد، بر متغیر فرصت سرمایه گذاری تأثیری ندارند.

مدل رگرسیونی برآورد شده بر اساس ضرایب رگرسیونی استاندارد شده به صورت

زیر است:

$$Y' = 0.34x_3 - 0.095x_4 + 0.01x_5 + 0.84x_7 \quad (1)$$

$x_3$ : اهرم مالی

$x_4$ : اندازه شرکت

$x_5$ : نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی

$x_7$ : سودآوری

جدول ۴- ضریب رگرسیون

مدل	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t	درجه معناداری	
	B	Beta			
۱	مقدار ثابت	-۰.۱۶۷		-۰.۴۷۵	۰.۶۳۵
	نوع مالکیت	۰.۲۷	۰.۰۱۲	۰.۳۳۶	۰.۷۳۷
	اهرم مالی	۲.۲۱۶	-۰.۳۴۲	۹.۲۷۷	۰.۰۰۰
	اندازه شرکت	-۰.۰۶۸	-۰.۱۰۱	-۲.۸۱۱	۰.۰۰۵
	نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی	۰.۳۸۰	۰.۱۰۷	۳.۰۸۷	۰.۰۰۲
	رشد فروش	۰.۱۳۹	۰.۰۳۴	۰.۹۹۱	۰.۳۲۲
	سود آوری	۶.۴۳۰	۰.۸۲۸	۲۱.۳۵۰	۰.۰۰۰
۲	مقدار ثابت	-۰.۱۹۰		-۰.۵۵۱	۰.۵۸۲
	اهرم مالی	۲.۲۱۷	۰.۳۴۳	۹.۳۱۶	۰.۰۰۰
	اندازه شرکت	-۰.۰۶۶	-۰.۰۹۷	-۲.۸۳۴	۰.۰۰۵
	نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی	۰.۳۷۹	۰.۱۰۷	۳.۰۸۷	۰.۰۰۲

شناسایی عوامل تعیین کننده بر فرصت سرمایه گذاری با استفاده از رگرسیون. . . . . ۲۱۹

	رشد فروش	۰.۱۴۳	۰.۰۳۵	۱.۰۲۳	۰.۳۰۷
	سود آوری	۶.۴۱۱	۰.۸۲۵	۲۱.۶۸۳	۰.۰۰۰
۳	مقدار ثابت	-۰.۲۰۳		-۰.۵۸۹	۰.۵۵۶
	اهرم مالی	۲.۲۳۹	۰.۳۴۶	۹.۴۵۴	۰.۰۰۰
	اندازه شرکت	-۰.۰۶۵	-۰.۰۹۵	-۲.۷۸۱	۰.۰۰۶
	نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی	۰.۳۶۷	۰.۱۰۴	۳.۰۰۳	۰.۰۰۳
	سود آوری	۶.۴۸۸	۰.۸۳۵	۲۲.۶۷۳	۰.۰۰۰

(ادامه جدول ۴)

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۱۱- آزمون آنالیز واریانس

جدول ۵، واریانس یک طرفه را نشان می‌دهد. در این نگاره تغییرات متغیر وابسته در دو منبع رگرسیون (Regression) و باقیمانده (Residual) نشان داده شده است. منبع رگرسیون، اطلاعات مربوط به میزان تغییر متغیر وابسته را که در نتیجه مدل تحقیق است و منبع باقیمانده، اطلاعات مربوط به میزان تغییرات متغیر وابسته را که خارج از مدل تحقیق است، نشان می‌دهد. مقدار F نشان دهنده آن است که آیا مدل رگرسیونی تحقیق مدل مناسبی است یا خیر. به عبارتی آیا متغیرهای مستقل قادرند به خوبی تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند یا خیر. با توجه به معنی‌داری مقدار آزمون F (۱۳۸/۵۹۲) در سطح خطای کوچکتر از ۰/۰۱، می‌توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیونی تحقیق مرکب از ۶ متغیر مستقل، مدل خوبی بوده و مجموعه متغیرهای مستقل قادرند تغییرات فرصت سرمایه گذاری را تبیین کنند.

۲۲۰..... پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره بیست و یکم، بهار ۱۳۹۳

جدول ۵- آنالیز واریانس یک طرفه

درجه معناداری	F	میانگین مجزورات	درجه آزادی	مجموع مجزورات	مدل پس رونده
۰.۰۰۰	۹۲.۳۸۶	۳۷.۶۱۲	۶	۲۲۵.۶۷۳	رگرسیون
		۰.۴۰۷	۳۸۶	۱۵۷.۱۴۷	باقی مانده
			۳۹۲	۳۸۲.۸۲۰	کل
۰.۰۰۰	۱۱۱.۰۹۶	۴۵.۱۲۵	۵	۲۲۵.۶۲۷	رگرسیون
		۰.۴۰۶	۳۸۷	۱۵۷.۱۹۳	باقی مانده
			۳۹۲	۳۸۲.۸۲۰	کل
۰.۰۰۰	۱۳۸.۵۹۲	۵۶.۳۰۱	۵	۲۲۵.۲۰۲	رگرسیون
		۰.۴۰۶	۳۸۸	۱۵۷.۶۱۸	باقی مانده
			۳۹۲	۳۸۲.۸۲۰	کل

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۱۲- نتیجه گیری

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها سودآوری بیشترین ارتباط را با فرصت سرمایه گذاری دارد. به ازای افزایش یک انحراف استاندارد در متغیر سودآوری، میزان فرصت سرمایه گذاری به میزان ۰/۸۴ افزایش خواهد یافت. میزان فرصت سرمایه گذاری با اندازه شرکت رابطه معکوس دارد، یعنی به ازای افزایش یک انحراف استاندارد در متغیر اندازه شرکت، میزان فرصت سرمایه گذاری ۰/۰۹۵ کاهش خواهد یافت. فرصت سرمایه گذاری با اهرم مالی نیز ارتباط دارد و به ازای افزایش یک انحراف استاندارد در اهرم مالی، میزان فرصت سرمایه گذاری ۰/۳۴ افزایش خواهد یافت. با توجه به تحقیق حاضر و فرضیات مربوط، کمترین ارتباط فرصت سرمایه گذاری با نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی می‌باشد و به ازای افزایش یک انحراف استاندارد در متغیر نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی، میزان فرصت

شناسایی عوامل تعیین کننده بر فرصت سرمایه گذاری با استفاده از رگرسیون. . . . . ۲۲۱

سرمایه گذاری ۰/۰۱ افزایش خواهد یافت. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که رشد فروش و نوع مالکیت بر فرصت سرمایه گذاری تأثیری ندارند. به سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی توصیه می‌شود برای اتخاذ تصمیمات علاوه بر صورت‌های مالی، داده‌ها و ارقام حسابداری، سایر موارد نظیر فرصت سرمایه گذاری را مورد توجه و تجزیه و تحلیل قرار دهند. پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی از این قرارند:

- بررسی اثر مدیریت سود بر رشد سرمایه گذاری
  - بررسی ارتباط جریان های نقدی آزاد با فرصت سرمایه گذاری
  - بررسی فرصت سرمایه گذاری به تفکیک صنعت
  - ارتباط بین فرصت سرمایه گذاری با رشد تحقق نیافته
  - ارتباط میان فرصت‌های سرمایه گذاری و مخارج سرمایه‌ای
- پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی برای محاسبه فرصت سرمایه گذاری از موارد زیر استفاده شود:

- ارزش بازار به دفتری دارایی‌ها
- نسبت Q توبین
- نسبت عایدات به قیمت
- نسبت املاک، کارخانه، تجهیزات به ارزش شرکت
- نسبت استهلاک به ارزش شرکت
- نسبت مخارج تحقیق و توسعه به دارایی‌ها
- نسبت مخارج سرمایه‌ای به ارزش شرکت

## منابع

آزادور، ایمان، (۱۳۸۶)، «بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد نیشابور

کریمی، فرزاد و حسنعلی اخلاقی و فاطمه رضایی مهر، (۱۳۸۹)، «بررسی تاثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه حسابداری مالی، ص ۷۴-۶۰

نوروش، ایرج و سیما یزدانی، (۱۳۸۹)، «بررسی تاثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ص ۴۸-۳۵

Abor Joshua and Godfred Bokpin (2010) " Investment Opportunities, Corporate Finance , and Dividend Payout Policy, Evidence from Emerging market" Studies in Economics and Finance , Vol. 27, Issue 3 , P. 180

Abor Joshua , Charles Adjasi , Godfred Bokpin and Kofi Osei (2010) " Do Emerging Financial Markets Matter in Investment Opportunity Set? A Dynamic Panel Analysis " Journal of Money, Investment and Banking , Issue 14. PP. 5-15

Adam Tim, Vidhan K Goyal (2008) "The Investment Opportunity Set and It's Proxy Variables " The Journal of Financial Research , Vol. 31, Iss. 1; pg. 41

Asker John , Joan Farre-Mensa and Alexander Ljungqvist (2011) " Does the Stock Market Distort Investment Incentives? " working paper, New York University , Stern School of Business

Barro, R. J. (1990) " The Stock Markets and Investment" Review of Financial Studies, Vol, 3 , Issue 1, PP. 115-131.

Braun , M. and C. Johnson (2005), " Where Does the Stock Market Matter ?Stock Price and Investment Around the World" Finance Seminar Series, Kellogg School of Management, Northwestern University.

Chang Tsangyao , Shuchen Kang and Gengnan Chiang (2010) " Exploring an Efficient Investment Regime: The Case of SP 100 Companies " International Review of Financial Analysis, Vol. 19 , Issue 2 , P. 134

Donwa Patience and Osaro O. Agbontaen (2010) " The Trends and Dynamics of the Determent in Nageria" International Review of Business Research Papers, Vol. 6 , No. 6, PP. 153-163



شناسایی عوامل تعیین کننده بر فرصت سرمایه گذاری با استفاده از رگرسیون..... ۲۲۳

Fama ,E. F. (1981) " Stock Returns , Real Activity , Inflation and Money" America Economic Review, Issue 71 , PP. 545-565.

Hovakimian Gayane (2009) " Determinants Investment Cash Flow sensitivity " Financial Management , Spring 2009, PP. 161-183

Hui-fang Zhao , Sun Ya-lin, Pan Li-sheng (2009) " An Empirical Study of the Relationship between Investment Opportunity Set and the Dividend Policy" Journal of Anhui University (Philosophy & Social Sciences) vol. 2

Lai Kam-Wah (2011) " The Cost of Debt When All-Equity Firms Raise Finance: The Role of Investment Opportunities , Audit Quality and Debt maturity" Journal of Banking & Finance, Issue 1 , PP. 1- 10

Tobin, J (1969) "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory" Journal of Money Credit and Banking, Issue 1, PP. 15-29.

Ucan Okyay and özlem öztürk (2011) " Financial Determinants of Investment for Turkey" Journal of Economic and Social Studies , Vol. 1. No. 1 PP. 88- 110