

## «مدیریت بهره‌وری»

سال نهم - شماره ۳۶ - بهار ۱۳۹۵

ص ص ۱۶۲ - ۱۴۱

تاریخ دریافت مقاله: ۹۴/۰۲/۲۸

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۹۴/۰۷/۰۵

# تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت در بازار سرمایه ایران

دکتر حیدر محمدزاده سالطه<sup>۱</sup>

## چکیده

سرمایه‌گذاران به دنبال افزایش ثروت خود هستند. فرصت‌های رشد، نیروی محرکی هستند که انگیزه ایجاد می‌کنند و برای سرمایه‌گذاران پاداش محسوب می‌شوند. آنچه در شرایط کنونی باعث موفقیت می‌گردد، استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود است که در این جهت باید عوامل مؤثر بر عملکرد شرکتها را شناسایی کرد. استفاده به موقع و منطقی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری واحدهای تجاری تأثیر بسزایی در بهبود عملکرد شرکتها دارد. رشد شرکت از دید بازار سرمایه و مدیریت، متغیر مهمی است و می‌تواند بر عملکرد آن تأثیرگذار باشد. همچنین، بهره‌وری سرمایه به اندازه‌گیری توان مدیریت در استفاده بهینه از سرمایه به عنوان یکی از منابع مهم و محدود شرکت می‌پردازد و انتظار می‌رود که سهام شرکت‌های با بهره‌وری سرمایه بالا، عملکرد بالاتری نیز داشته باشند. بنابراین در این پژوهش تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. جامعه آماری پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از این جامعه، تعداد ۱۳۴ شرکت به عنوان نمونه آماری بر اساس روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند. دوره بررسی یک دوره ۷ ساله (۱۳۸۶-۱۳۹۲) و روش آزمون فرضیه‌ها در این پژوهش، روش داده‌های ترکیبی بوده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت تأثیر ندارد و رشد شرکت بر بازده دارایی تأثیر مثبت و معنادار دارد و بر ارزش افزوده بازار تأثیرگذار است. همچنین، بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد.

## واژه‌های کلیدی:

فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت، بهره‌وری سرمایه، عملکرد شرکت، کساد مالی.

<sup>۱</sup> - استادیار، گروه حسابداری، واحد مریند، دانشگاه آزاد اسلامی، مریند، ایران h\_salteh@marandiau.ac.ir

## مقدمه

امروزه یکی از مباحث مهم، در مورد تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی شرکتها، سودآوری و عملکرد آنها می باشد. از طرف دیگر، یکی از عوامل مؤثر بر بهبود عملکرد شرکتها، فرصتهای رشد است و این می تواند نشان دهنده استعداد بالقوه شرکت در سودآوری و سرمایه گذاری باشد. فرصتهای سرمایه گذاری در طی مراحل مختلف دارای چرخه عمر متفاوت است. شرکتی که از انعطاف پذیری زیادی برای استفاده از این فرصتها برخوردار باشد، چشم انداز روشنی از آینده آن متصور است (اولسن و همکاران، ۲۰۱۲).

ارزش یک شرکت، تابع سودآوری سرمایه گذاری های آن است؛ از این رو، مدیران با حداکثر نمودن ثروت سهامداران، باید با شناخت عوامل مؤثر بر سطح سرمایه گذاری، بین انتظارات سهامداران و فرصتهای سرمایه گذاری مطلوب شرکت، تعامل برقرار نمایند تا هم فرصتهای سودآور سرمایه گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب کنند (فازاری، ۲۰۰۰).

فرصتهای سرمایه گذاری اثر مهمی بر تامین مالی، خط مشی ها و راهبردهای سرمایه گذاری شرکتها دارد و بخشی از ارزش آتی شرکت محسوب می شود (زو و همکاران، ۲۰۱۱).

امروزه بهبود بهره‌وری به عنوان یکی از مهمترین راهکارهای توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی ملل مختلف شناخته شده و توفیق در تسریع روند بهبود بهره‌وری یکی از شروط اصلی دستیابی به جایگاه مناسب در صحنه رقابت جهانی و افزایش رفاه زندگی مردم می باشد. شرایط محیطی-اجتماعی، اقتصادی و فرهنگی متفاوت کشورها، ایجاب می کند که رویکردهای بهبود بهره‌وری دارای ویژگی های خاصی باشد. اما آنچه در تمامی کشورهایی که در ارتقای بهره‌وری و تسریع در روند توسعه موفق بوده اند در خور توجه است، گستردگی و همبستگی فعالیتهای ارتقای بهره‌وری در چارچوب یک حرکت ملی می باشد.

رشد و شکوفایی اقتصادی هر کشوری به نحوه و میزان سرمایه گذاری در آن کشور بستگی دارد. سرمایه یکی از اصلی ترین عوامل تولید محسوب می گردد؛ چرا که بدون وجود سرمایه، سایر عوامل تولید نمی تواند وجود پیدا کند. تشکیل سرمایه در هر کشوری، به نحوه و میزان پس انداز افراد آن جامعه بستگی دارد (هاریس، ۲۰۰۶).

به همین منظور در مطالعه حاضر تلاش خواهد شد تا ضمن بررسی تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چگونگی تاثیرپذیری عملکرد شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایران از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه آنها تبیین شود. بالا بودن اهمیت بازده و ارزش شرکت‌های ایرانی، ضرورت توجه به موضوع فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه و عملکرد و همچنین روابط میان آنها را دوچندان می‌کند.

سوالی که می‌توان در میان گذاشت این است که تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟ پاسخگویی به این مسأله، کمک شایانی به سرمایه‌گذاران، سهامداران و مدیران شرکت‌های بورسی در زمینه تحلیل بازار و بهینه‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاری می‌نماید.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارتباط آن با عملکرد شرکت: فرصت‌های سرمایه‌گذاری در واقع توانایی بالقوه سرمایه‌گذاری‌های شرکت را نشان می‌دهد؛ بدین معنی که هر چه توانایی انجام سرمایه‌گذاری شرکت در آینده بیشتر باشد، شرکت دارای فرصت سرمایه‌گذاری بیشتری است (خادمی، ۱۳۸۸).

فرصت‌های سرمایه‌گذاری از جمله عوامل مؤثر بر رشد مناسب سود شرکتها می‌باشد. از طرفی اکثر قریب به اتفاق شرکت‌های متحل شده به دلیل ضعف مالی و فقدان سودآوری به مرحله انحلال کشیده شده‌اند. صورت سود یا زیان (به همراه اطلاعات موجود در سایر صورتهای مالی) ابزار انتقال اطلاعات برای ارزیابی عملکرد شرکت و نتایج فعالیتهای مالی است (جی‌شیان، ۲۰۱۱).

فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود به خود اتفاق نمی‌افتند، بلکه آنها را باید شناسایی نمود و یا اینکه آنها را به وجود آورد. انواع مختلف فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است از سطوح مختلف بخش‌های شرکت سرچشمه بگیرد (شورورزی و آزادوار، ۱۳۸۹).

برخی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است توسط مدیریت عالی سازمان یا اعضای هیأت مدیره 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 می‌شوند، ممکن است سیاست‌های مالی منظم و اصولی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری از سوی شرکت به اجرا گذاشته شود (ماریون، ۲۰۰۴).

فرصت‌های سرمایه‌گذاری، انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت است که منجر به افزایش ارزش برای سهامداران و در مجموع افزایش ارزش بازار شرکت و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت می‌شود (لینکا و همکاران، ۲۰۱۱).

اولسن و همکاران (۲۰۱۲)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین ارزش بازار سهام (معیار اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری) و فرصت رشد با عملکرد شرکت پرداختند؛ نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین ارزش بازار سهام و عملکرد رابطه معنادار و مثبت، و بین فرصت رشد و عملکرد شرکت رابطه وجود ندارد.

آزادور (۱۳۸۶)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت پرداخت؛ نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد.

خادمی (۱۳۸۸)، در پژوهشی تحت عنوان بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد داراییها انجام داد؛ جامعه آماری این پژوهش شامل ۹۸ شرکت در صنایع مختلف بین سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۴ می‌باشد. نتایج این پژوهش نشانگر آن است که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد داراییها ارتباط معناداری وجود دارد.

شورورزی و آزادوار (۱۳۸۹)، در پژوهشی با عنوان بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند؛ جامعه آماری پژوهش شامل ۸۵ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ می‌باشد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد.

رشد شرکت و ارتباط آن با عملکرد شرکت

رشد شرکت اغلب به عنوان نشانه‌ای از پذیرش بازار و موفقیت شرکت بیان می‌شود. رشد شرکت متضمن کار هدفمند و اتخاذ تصمیمات استراتژیک می‌باشد (فسر و ویلارد، ۱۹۹۰).

استراتژی‌های شرکت همچون رشد فروش، رشد دارایی و رشد اقتصادی موجب افزایش عملکرد شرکت در کوتاه مدت و بلندمدت می‌گردد و این افزایش عملکرد شرکت نیز موجب استقبال سرمایه گذاران از سهام شرکت و افزایش بازدهی آن می‌شود. بنابراین، متغیر رشد می‌تواند نقشی چشمگیری در ارزیابی عملکرد شرکت بازی کند (دامون و همکاران، ۲۰۱۱).

دامون و همکاران (۲۰۱۱)، در پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر رشد شرکت بر عملکرد آن را در ۱۲۴ کشور اروپایی در بین سالهای ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷ انجام دادند؛ نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رشد شرکت بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد. گرکز و برزگر (۱۳۹۱)، در پژوهشی با عنوان بررسی ارتباط بین نرخ رشد فروش و عملکرد شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸ با نمونه آماری ۹۶ شرکت انجام دادند؛ نتایج پژوهش نشان می‌دهد که نرخ رشد فروش دارای ارتباط مستقیم و معنادار با بازده حقوق صاحبان سهام و نیز با بازده سهام شرکتها می‌باشد.

بهره وری سرمایه و ارتباط آن با عملکرد شرکت

در دهه های اخیر اعتقاد بر این است که درجه توسعه یافتگی کشورها از بعد اقتصادی، به میزان بهره گیری مطلوب و بهینه از منابع و امکانات موجود در جهت نیل به اهداف اقتصادی آنها باز می‌گردد. افزایش بهره وری نه تنها به مفهوم استفاده مطلوب از منابع است، بلکه به ایجاد موازنه بهتر میان ساختارهای اقتصادی، اجتماعی و سیاسی در جامعه کمک می‌کند (براون و راو، ۲۰۰۷).

از نظر اقتصادی، بهره وری در توسعه دارای اهمیت زیادی است. توسعه همه جانبه بدون استفاده بهینه از هر یک از عوامل تولید امکان پذیر نیست. یکی از عوامل تولید، سرمایه است، انسان که وسیله اصلی توسعه همه جانبه است، می‌تواند با استفاده از عامل سرمایه و پیشرفت تکنولوژی سرمایه مورد استفاده، از راه افزایش بهره وری سرمایه، مسیر ساده تر و سریعتری را برای رسیدن به توسعه طی کند.

واژه بهره‌وری نخستین بار توسط کیوزنی (۱۷۶۶) به کار برده شد. لیتره (۱۸۸۳) بهره‌وری را قدرت و توانایی تولید تعریف کرد. بهره‌وری مفهومی جامع و کلی است که افزایش آن به عنوان یک ضرورت، جهت ارتقای سطح زندگی، رفاه بیشتر، آرامش و آسایش انسانها مطرح و هدفی اساسی برای همه کشورهای جهان محسوب می‌شود. از سویی، افزایش بهره‌وری بر شاخص‌های اقتصادی جامعه مانند افزایش تولید، کاهش تورم، افزایش سطح اشتغال و توان رقابتی کشورها نیز تاثیر می‌گذارد (دیویس و مدسن، ۲۰۰۸).

مفهوم بهره‌وری سرمایه به اندازه‌گیری توان مدیریت در استفاده بهینه از سرمایه به عنوان یکی از منابع مهم و محدود شرکت می‌پردازد و انتظار می‌رود که سهام شرکت‌های با بهره‌وری سرمایه بالا، عملکرد بالاتری نیز داشته باشند. نهاده سرمایه از جمله مهمترین نهاده‌های موثر در تولید کالاها و خدمات است؛ رشد اقتصادی هر کشور رابطه مستقیم با میزان سرمایه‌گذاری در آن کشور دارد و هر چه بهره‌وری عامل سرمایه بالاتر باشد، آهنگ رشد اقتصاد سریعتر می‌شود و بنابراین این عامل یعنی بهره‌وری سرمایه می‌تواند نقشی پررنگی در رشد و توسعه شرکت‌ها ایفا نماید (فورت، ۱۹۷۵).

توجه به تولید و بهره‌وری بودن آن می‌تواند ضمن سرعت بخشیدن به رشد و توسعه صنعتی آن را در مسیری صحیح و اصولی هدایت کند. از این رو به آشنایی شرکت‌ها با مفاهیم بهره‌وری و راهکارهای افزایش آن تاکید می‌شود. بنابراین، می‌توان گفت درجه توسعه یافتگی صنایع به میزان قابل توجهی به بهره‌گیری مطلوب و بهینه از منابع و امکانات تولید بستگی دارد. از این رو بهره‌وری و افزایش مستمر آن در شرکت‌ها از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است. به این ترتیب مشخص می‌شود که برای رشد و توسعه صنایع می‌بایست به بهره‌وری و افزایش مستمر آن در شرکت‌ها توجه و اهمیت بیشتری داده شود.

با نگاهی گذرا به مبانی نظری پژوهش، تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت می‌تواند مورد توجه بسیاری از محققان و حتی سرمایه‌گذاران قرار گیرد؛ چرا که فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه را می‌توان یکی از گزینه‌های موفقیت شرکت مطرح نمود. به عبارتی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه سه رکن اصلی موفقیت

شرکت محسوب می‌گردد. هر چه فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه افزایش یابد؛ مسلماً شرکت، عملکرد مطلوب تری را تجربه خواهد کرد. بنابراین، می‌توان یک رابطه مستقیمی بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه با عملکرد شرکت قائل شد. در این پژوهش بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأکید شده است؛ زیرا پتانسیل رشد یک شرکت ریشه در فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن دارد. این پژوهش را می‌توان همان نقشی که در نحوه سیاست‌گذاری اقتصادی و اجتماعی و تلاش در رفع نقایص موجود در سیستم اقتصادی در جهت بهبود تجارت و سرمایه‌گذاری و برنامه‌ریزی اقتصادی کشور دارد را عنوان کرد. فرصت‌های بسیار زیاد سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران از یک سو ضروری بودن شاخص‌های توسعه اقتصادی و اجتماعی در این کشورها از سوی دیگر بر نقش و اهمیت سرمایه و منابع مالی در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی دلالت دارد. بنابراین، اهمیت فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه در این زمینه می‌تواند چشمگیر باشد و نقش آنها در سطح شرکت طبق تحقیقات تجربی انجام شده، باعث بهبود عملکرد شرکت می‌گردد.

## ابزار و روش

این پژوهش تلاش دارد که تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهد. بنابراین، از آنجا که نتایج این پژوهش می‌تواند در تدوین قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار مورد استفاده قرار گیرد، از نوع پژوهش‌های کاربردی است. همچنین، با توجه به اینکه این پژوهش در پی یافتن ارتباط بین چندین متغیر است، از نوع همبستگی و روش‌شناسی آن از نوع پس‌رویدادی است.

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ می‌باشد. از آنجا که دقت یافته‌های پژوهش تحت تاثیر تجانس جامعه آماری منتخب قرار دارد، جامعه آماری بر اساس معیارهای زیر محدود شده است:

الف) در راستای افزایش قابلیت مقایسه و یکسان‌سازی شرایط شرکتها شامل شرایط اقتصادی حاکم بر شرکتها، سال مالی شرکتها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد.

ب) شرکتهای منتخب متعلق به صنایع سرمایه‌گذاری، بانکها و واسطه‌گری مالی، هلدینگ‌ها، لیزینگ‌ها و بیمه‌ها به سبب ماهیت خاص فعالیت آنها نباشد.

پ) ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکتها در بازه زمانی پژوهش منفی نباشد.

ت) شرکتهای مورد بررسی در بازه زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداشته باشد.

ث) شرکتهای مورد بررسی در بازه زمانی پژوهش، توقف معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشد.

ج) اطلاعات شرکتهای قرار گرفته در نمونه، در بازه زمانی پژوهش در دسترس داشته باشد.

با توجه به اعمال محدودیتهای فوق، تعداد شرکتهای باقیمانده به ۱۳۴ شرکت با ترکیب ۲۲ شرکت از صنعت خودرو و قطعات، ۲۲ شرکت از صنعت مواد دارویی، ۱۳ شرکت از صنعت شیمیایی، ۱۸ شرکت از صنعت سیمان، ۸ شرکت از صنعت ماشین‌آلات و تجهیزات، ۸ شرکت از صنعت کانی غیرفلزی، ۱۲ شرکت از صنعت فلزات اساسی، ۱۵ شرکت از صنعت مواد غذایی، ۳ شرکت از صنعت لاستیک و پلاستیک، ۶ شرکت از صنعت کاشی و سرامیک و ۷ شرکت از صنعت کانه‌های فلزی یا به بیانی به ۹۳۸ سال - شرکت رسید. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم افزار Eviews استفاده شده است.

### متغیرهای پژوهشی

این پژوهش تاثیر فرصتهای سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکتهای بورسی در قالب مدل‌های رگرسیونی به صورت ذیل بررسی می‌کند:

$$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 MBE_{it} + \beta_2 MBA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \beta_7 SLACK_{it} + \epsilon_{it} \quad (۱) \text{ مدل}$$

$$MVA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 MBE_{it} + \beta_2 MBA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \beta_7 SLACK_{it} + \epsilon_{it} \quad (۲) \text{ مدل}$$

$$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 SG_{it} + \beta_2 AG_{it} + \beta_3 GDP_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 SLACK_{it} + \epsilon_{it} \quad (۳) \text{ مدل}$$

$$MVA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 SG_{it} + \beta_2 AG_{it} + \beta_3 GDP_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 SLACK_{it} + \epsilon_{it} \quad (۴) \text{ مدل}$$

$$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 SLACK_{it} + \epsilon_{it} \quad (۵) \text{ مدل}$$

$$MVA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 SLACK_{it} + \epsilon_{it} \quad (۶) \text{ مدل}$$



جدول (۱): تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

تعریف عملیاتی	متغیرهای پژوهش
تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری سهام (بایر و همکاران، ۱۹۹۶)	ارزش بازار سهام (MBE)
تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی (بایر و همکاران، ۱۹۹۶)	ارزش بازار دارایی (MBA)
تقسیم تفاضل فروش سال جاری و گذشته بر فروش سال گذشته	رشد فروش (SG)
تقسیم تفاضل دارایی سال جاری و گذشته بر دارایی سال گذشته	رشد دارایی (AG)
تقسیم تفاضل رشد تولید ناخالص داخلی سال جاری و گذشته بر رشد تولید ناخالص داخلی سال گذشته	رشد اقتصادی (EG)
با استفاده از مدل براون و روی (۲۰۰۷) از طریق تقسیم سود عملیاتی بر تفاوت کل حقوق صاحبان سهام و بدهی با وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت اندازه گیری شده است.	بهره وری سرمایه (PC)
تقسیم سود خالص بعد از مالیات بر متوسط داراییها	بازده دارایی (ROA)
تفاضل ارزش بازار و ارزش دفتری سهام	ارزش افزوده بازار (MVA)
لگاریتم طبیعی ارزش بازار داراییهای شرکت	اندازه شرکت (SIZE)
تقسیم کل بدهیها بر کل داراییها	اهرم مالی (LEV)
تقسیم داراییهای ثابت بر کل داراییها	مشهود بودن (TANG)
تقسیم جریان نقد عملیاتی بر داراییهای ابتدای سال	جریان نقد عملیاتی (CFO)
تقسیم وجه نقد بر داراییهای ثابت	کساد مالی (SLACK)

## یافته ها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش: در روشهای توصیفی، پژوهشگر در صدد این است که با استفاده از ارائه جداول و استفاده از شاخصهای آمار توصیفی، به توصیف دادههای پژوهش بپردازد تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند. میانگین اصلی ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده ها را نشان می دهد به طوری که اگر داده ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده ها را نشان می دهد. جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ ارائه می کند.

جدول (۲): شاخص های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
MBE	۲,۳۳	۸۷,۷	۰,۱۹۴	۳,۸۹
MBA	۱,۴۵	۶,۴۲	۰,۴۹۹	۰,۷۰۱
SG	۰,۲۶۰	۱۰,۸۷	-۱,۰۰	۰,۶۲۲
AG	۰,۱۸۰	۲,۰۸۶	-۰,۴۷۱	۰,۳۴۵
EG	۷,۰۸۰	۳۱,۸۰	-۵,۸۰	۱۰,۹۲
PC	۰,۱۹۰۱	۱,۳۱۷	-۰,۳۲۶	۰,۱۶۰
ROA	۰,۱۵۰۵	۰,۷۴۴	-۰,۳۳۴	۰,۱۴۱
MVA	۰,۵۷۵	۶,۵۶۰	-۰,۸۵۴	۰,۹۱۴
SIZE	۶,۰۸۲	۸,۳۶۵	۴,۴۰۴	۰,۶۶۳
LEV	۰,۵۸۴۸	۰,۹۹۸۲	۰,۰۱۷	۰,۱۸۵
TANG	۰,۲۶۸۱	۰,۸۹۰۵	۰,۰۰۰۶	۰,۱۸۷۴
CFO	۰,۱۶۲۸	۱,۱۴۷	-۰,۶۸۱	۰,۱۶۵۳
SLACK	۰,۴۳۳۷	۱۱۸,۴	۰,۰۰۰۸	۳,۹۷۴

آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته: برای آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته، از آماره جارک- برا استفاده شده است. نتایج آزمون گویای آن است که سطح معناداری بازده دارایی و ارزش افزوده بازار (۰,۳۴۸۳ و ۰,۰۵۲۹) از توزیع نرمال پیروی می کنند. آزمون ناهمسانی واریانس و مانایی متغیرها: برای کسب اطمینان از عدم ناهمسانی واریانس، از آزمون وایت استفاده شده است. احتمال آزمون مدل های پژوهش کمتر از ۵ درصد است؛ بنابراین فرض ناهمسانی واریانس جملات اخلاص (پذیرش فرض  $H_1$ ) پذیرفته می شود. برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس برای مدل های فوق، از آزمون حداقل مربعات معمولی تعمیم یافته (EGLS) استفاده شده است. برای اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای پژوهش شد. نتایج حاصل از آزمون مانایی متغیرهای پژوهش، نشان می دهد که متغیرهای پژوهش مانا بوده است، و لذا فرضیه صفر مبنی بر ریشه واحد داشتن متغیرها رد می شود.

آزمون چاو (F لیمر) و آزمون هاسمن: قبل از تخمین مدل لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص شود. بدین منظور از آزمون چاو (F لیمر) استفاده شده است؛ اگر معناداری آماره آزمون بیشتر از ۵ درصد باشد، از روش تلفیقی، و در غیر این صورت برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. با توجه به مقادیر به دست

آمده از آزمون F لیمر برای مدل های پژوهش، از روش داده های تابلویی استفاده شده است. برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده شود، آزمون هاسمن به کار گرفته شد. اگر احتمال آزمون مشاهدات کمتر از ۵ درصد است از مدل تأثیرات ثابت و در سایر موارد از مدل تأثیرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می شود. بنابراین برای مدل های اول و سوم از اثرات تصادفی و برای سایر مدل ها از اثرات ثابت استفاده شده است.

آزمون هم خطی: هم خطی وضعیتی است که نشان می دهد یک متغیر مستقل تابع خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد، بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن ضریب تعیین، مدل دارای اعتبار بالایی نباشد. یکی از شیوه های تشخیص وجود هم خطی که کاربرد زیادی دارد، استفاده از عامل تورم واریانس (VIF) می باشد؛ این عامل نشان می دهد که واریانس ضرایب تخمینی تا چه حد نسبت به حالتی که متغیرهای تخمینی همبستگی خطی ندارند، متورم شده است. در صورتی که مقدار عامل تورم واریانس (VIF) بیشتر از عدد ۱۰ باشد، این موضوع نشان دهنده این است که میان متغیرهای معادله رگرسیون هم خطی شدیدی وجود دارد. در مدل های مورد بررسی، تمام مقادیر مربوط به عامل تورم واریانس (VIF) کمتر از عدد ۱۰ است و این به معنی قابل اغماض بودن هم خطی میان متغیرها می باشد.

آزمون فرضیه اول پژوهش: شواهد آماری برای بررسی فرضیه اول پژوهش مبنی بر تأثیر فرصتهای سرمایه گذاری بر بازده دارایی در جدول (۹) ارائه شده است. همان طوری که در جدول (۹) مشاهده می شود، آماره F برابر با (۱۴۴,۲) و سطح معناداری آن برابر با (۰,۰۰۰۰) است که نشان می دهد در سطح خطای ۵٪ الگوی رگرسیون خطی از نظر آماری معنادار است؛ همچنین، آماره دوربین واتسون برابر با (۱,۸۸۸۴) بوده و در حد مجاز قرار دارد. ضریب تعیین نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی حدود ۵۳٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می نمایند. با توجه به سطح معناداری محاسبه شده برای متغیرهای مستقل پژوهش یعنی ارزش بازار سهام (۰,۲۵۰۸) که بیشتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید نمی شود و همچنین ارزش بازار دارایی (۰,۰۰۰۰) که کمتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود. از میان متغیرهای کنترلی نیز، معنی داری متغیرهای اثر اندازه شرکت، اهرم

مالی، مشهود بودن و جریان نقد عملیاتی قابل تأیید است و تنها معناداری متغیر اثر کساد مالی قابل تأیید نیست (جدول ۳).

جدول (۳): خلاصه نتایج آزمون رگرسیون فرضیه اول پژوهش

متغیرهای پژوهش	ضریب $\beta$	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	۰,۰۵۵	۰,۰۲۵	۲,۱۴	۰,۰۳۳۱
MBE	-۰,۰۰۷	۰,۰۰۰۶	-۱,۱۴	۰,۲۵۰۸
MBA	۰,۰۵۹	۰,۰۰۴	۱۲,۱۳	۰,۰۰۰۰
SIZE	۰,۰۲۳	۰,۰۰۳	۵,۹۳	۰,۰۰۰۰
LEV	-۰,۰۲۵	۰,۰۱۵	-۱۷,۱	۰,۰۰۰۰
TANG	-۰,۰۶۲	۰,۰۱۴	-۴,۴۳	۰,۰۰۰۰
CFO	۰,۱۵۶	۰,۰۱۸	۸,۴۳	۰,۰۰۰۰
SLACK	-۰,۰۰۲	۰,۰۰۲	-۱,۰۲	۰,۳۰۴۵
دوربین واتسون	۰,۵۳۳۶ = ضریب تعیین		F آماره = ۱۴۴,۲	
۱,۸۸۸۴	۰,۵۲۸۹ = ضریب تعیین تعدیل شده		F احتمال = ۰,۰۰۰۰	

آزمون فرضیه دوم پژوهش: شواهد آماری برای بررسی فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تاثیر فرصتهای سرمایه‌گذاری بر ارزش افزوده بازار در جدول (۱۰) ارائه شده است. همان طوری که در جدول (۱۰) مشاهده می‌شود، آماره F برابر با (۱۳,۴۱) و سطح معناداری آن برابر با (۰,۰۰۰۰) است که نشان می‌دهد در سطح خطای ۵٪ الگوی رگرسیون خطی از نظر آماری معنادار است؛ همچنین، آماره دوربین واتسون برابر با (۲,۲۰۵۷) بوده و در حد مجاز قرار دارد. ضریب تعیین نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی حدود ۷۲٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. با توجه به سطح معناداری محاسبه شده برای متغیرهای مستقل پژوهش یعنی ارزش بازار سهام (۰,۰۷۷۳) که بیشتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید نمی‌شود و همچنین ارزش بازار دارایی (۰,۰۰۰۰) که کمتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. از میان متغیرهای کنترلی نیز، معناداری متغیرهای اثر اهرم مالی و جریان نقد عملیاتی قابل تأیید است و معنی داری متغیرهای اثر اندازه شرکت، مشهود بودن و کساد مالی قابل تأیید نیست (جدول ۴).

جدول (۴): خلاصه نتایج آزمون رگرسیون فرضیه دوم پژوهش

متغیرهای پژوهش	ضریب $\beta$	انحراف استاندارد	آماره $t$	سطح معنی داری
مقدار ثابت	-۰,۴۶۰	۰,۰۵۲	-۸,۸۴۴	۰,۰۰۰۰
MBE	۰,۰۰۲۳	۰,۰۰۱	۱,۷۶۸	۰,۰۷۷۳
MBA	۰,۲۲۹۰	۰,۰۱۲	۱۸,۶۷	۰,۰۰۰۰
SIZE	۰,۰۰۸۵	۰,۰۰۷	۱,۱۵۱	۰,۲۵۰۰
LEV	۰,۱۴۸۹	۰,۰۳۳	۴,۳۹۳	۰,۰۰۰۰
TANG	-۰,۰۳۹۲	۰,۰۳۰	-۱,۲۷۴	۰,۲۰۳۰
CFO	۰,۳۴۲۷	۰,۰۳۹	۶,۱۲۷	۰,۰۰۰۰
SLACK	-۰,۰۰۰۷	۰,۰۰۲	-۰,۳۶۴۴	۰,۷۱۵۶
دوربین واتسون	۰,۷۱۷۳ = ضریب تعیین			F آماره = ۱۳,۴۱
۲,۲۰۵۷	۰,۶۶۳۸ = ضریب تعیین تعدیل شده			F احتمال = ۰,۰۰۰۰

آزمون فرضیه سوم پژوهش: شواهد آماری برای بررسی فرضیه سوم پژوهش مبنی بر تاثیر رشد شرکت بر بازده دارایی در جدول (۱۱) ارائه شده است. همان طوری که در جدول (۱۱) مشاهده می شود، آماره F برابر با (۱۱۱,۷) و سطح معنی داری آن برابر با (۰,۰۰۰۰) است که نشان می دهد در سطح خطای ۵٪ الگوی رگرسیون خطی از نظر آماری معنادار است؛ همچنین، آماره دوربین واتسون برابر با (۱,۸۸۶۵) بوده و در حد مجاز قرار دارد. ضریب تعیین نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی حدود ۵۰٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می نمایند. با توجه به سطح معنی داری محاسبه شده برای متغیرهای مستقل پژوهش یعنی رشد فروش (۰,۰۰۶۱) که کمتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود و رشد دارایی (۰,۰۰۰۰) که کمتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود و همچنین رشد اقتصادی (۰,۴۰۹۷) که بیشتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید نمی شود. از میان متغیرهای کنترلی نیز، معناداری متغیرهای اثر اندازه شرکت، اهرم مالی، مشهود بودن و جریان نقد عملیاتی قابل تأیید است و تنها معناداری متغیر اثر کساد مالی قابل تأیید نیست (جدول ۵).

جدول (۵): خلاصه نتایج آزمون رگرسیون فرضیه سوم پژوهش

متغیرهای پژوهش	ضریب $\beta$	انحراف استاندارد	آماره $t$	سطح معنی داری
مقدار ثابت	۰,۱۴۴۲	۰,۰۲۶	۵,۵۱۹	۰,۰۰۰۰
SG	۰,۰۱۱۴	۰,۰۰۴	۲,۷۴۷	۰,۰۰۶۱
AG	۰,۰۹۹۰	۰,۰۱۱	۸,۹۲۱	۰,۰۰۰۰
EG	۰,۰۰۰۲	۰,۰۰۰۳	۰,۸۲۷	۰,۴۰۹۷
SIZE	۰,۰۲۰۷	۰,۰۰۴	۵,۰۰۱	۰,۰۰۰۰
LEV	-۰,۲۹۲۸	۰,۰۱۴	-۱۹,۵۲	۰,۰۰۰۰
TANG	-۰,۰۶۹۶	۰,۰۱۴	-۴,۷۸۶	۰,۰۰۰۰
CFO	۰,۲۲۶۴	۰,۰۱۸	۱۲,۲۶	۰,۰۰۰۰
SLACK	-۰,۰۰۴۱	۰,۰۰۲	-۱,۵۰۳	۰,۱۳۳۱
دوربین واتسون	۰,۵۰۲۴ = ضریب تعیین			F آماره = ۱۱۱,۷
۱,۸۸۶۵	۰,۴۹۷۹ = ضریب تعیین تعدیل شده			F احتمال = ۰,۰۰۰۰

آزمون فرضیه چهارم پژوهش: شواهد آماری برای بررسی فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر تأثیر رشد شرکت بر ارزش افزوده بازار در جدول (۱۲) ارائه شده است. همان طوری که در جدول (۱۲) مشاهده می‌شود، آماره F برابر با (۸,۸۱۸۰) و سطح معناداری آن برابر با (۰,۰۰۰۰) است که نشان می‌دهد در سطح خطای ۵٪ الگوی رگرسیون خطی از نظر آماری معنادار است؛ همچنین، آماره دوربین واتسون برابر با (۲,۲۶۲۹) بوده و در حد مجاز قرار دارد. ضریب تعیین نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی حدود ۶۳٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. با توجه به سطح معناداری محاسبه شده برای متغیرهای مستقل پژوهش یعنی رشد فروش (۰,۹۷۹۴) که بیشتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید نمی‌شود و رشد دارایی (۰,۰۰۰۰) که کمتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود و همچنین رشد اقتصادی (۰,۲۵۵۱) که بیشتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید نمی‌شود. از میان متغیرهای کنترلی نیز، معناداری متغیرهای اثر جریان نقد عملیاتی قابل تأیید است و معناداری متغیرهای اثر اندازه شرکت، اهرم مالی، مشهود بودن و کساد مالی قابل تأیید نیست (جدول ۶).

جدول (۶): خلاصه نتایج آزمون رگرسیون فرضیه چهارم پژوهش

متغیرهای پژوهش	ضریب $\beta$	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	-۰,۲۸۰۱	۰,۱۳۰	-۲,۱۴۲	۰,۰۳۲۵
SG	-۰,۰۰۰۲	۰,۰۱۰	-۰,۰۲۵۸	۰,۹۷۹۴
AG	۰,۱۵۹۳	۰,۰۳۴	۴,۶۳۳	۰,۰۰۰۰
EG	۰,۰۱۵۲	۰,۰۱۳	۱,۱۳۸	۰,۲۵۵۱
SIZE	۰,۰۱۷۲	۰,۰۱۰	۱,۵۷۶	۰,۱۱۵۳
LEV	۰,۰۲۲۱	۰,۰۴۱	۰,۵۳۵۳	۰,۵۹۲۵
TANG	-۰,۰۱۱۲	۰,۰۳۹	-۰,۲۸۳۰	۰,۷۷۷۲
CFO	۰,۵۱۱۲	۰,۰۴۸	۱۰,۶۲	۰,۰۰۰۰
SLACK	-۰,۰۰۲۳	۰,۰۰۲	-۱,۱۴۳	۰,۲۵۳۲
دوربین واتسون	۰,۶۲۷۲ = ضریب تعیین		F = ۸,۸۱۸۰ = آماره F	
۲,۲۶۲۹	۰,۵۵۶۰ = ضریب تعیین تعدیل شده		F = ۰,۰۰۰۰ = احتمال F	

آزمون فرضیه پنجم پژوهش: شواهد آماری برای بررسی فرضیه پنجم پژوهش مبنی بر تاثیر بهره وری سرمایه بر بازده دارایی در جدول (۱۳) ارائه شده است. همان طوری که در جدول (۱۳) مشاهده می شود، آماره F برابر با (۵۳,۷۳) و سطح معناداری آن برابر با (۰,۰۰۰۰) است که نشان می دهد در سطح خطای ۵٪ الگوی رگرسیون خطی از نظر آماری معنادار است؛ همچنین، آماره دوربین واتسون برابر با (۲,۲۴۸۷) بوده و در حد مجاز قرار دارد. ضریب تعیین نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی حدود ۹۱٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می نمایند. با توجه به سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر مستقل پژوهش یعنی بهره وری سرمایه (۰,۰۰۰۰) که کمتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود. از میان متغیرهای کنترلی نیز، معناداری متغیرهای اثر اندازه شرکت، اهرم مالی، مشهود بودن و کساد مالی قابل تأیید است و معنی داری متغیرهای اثر جریان نقد عملیاتی قابل تأیید نیست (جدول ۷).

جدول (۷): خلاصه نتایج آزمون رگرسیون فرضیه پنجم پژوهش

متغیرهای پژوهش	ضریب $\beta$	انحراف استاندارد	آماره $t$	سطح معنی داری
مقدار ثابت	۰,۵۳۶	۰,۱۲	۴,۱۶۱	۰,۰۰۰۰
PC	۰,۶۲۰۷	۰,۰۱۵	۴۰,۲۹	۰,۰۰۰۰
SIZE	۰,۰۱۴۲	۰,۰۰۲	۷,۰۷۴	۰,۰۰۰۰
LEV	-۰,۱۸۲۵	۰,۰۰۸	-۲۱,۵۲	۰,۰۰۰۰
TANG	-۰,۰۱۷۵	۰,۰۰۷	-۲,۳۰۷	۰,۰۲۱۳
CFO	-۰,۰۱۶۳	۰,۰۱۱	-۱,۴۶۴	۰,۱۴۳۵
SLACK	-۰,۰۰۳۶	۰,۰۰۱	-۱,۹۷۹	۰,۰۴۸۱
دوربین واتسون	۰,۹۰۸۳ = ضریب تعیین		F آماره = ۵۳,۷۳	
۲,۲۴۸۷	۰,۸۹۱۴ = ضریب تعیین تعدیل شده		F احتمال = ۰,۰۰۰۰	

آزمون فرضیه ششم پژوهش: شواهد آماری برای بررسی فرضیه ششم پژوهش مبنی بر تأثیر بهره‌وری سرمایه بر ارزش افزوده بازار در جدول (۱۴) ارائه شده است. همان طوری که در جدول (۱۴) مشاهده می‌شود، آماره  $F$  برابر با (۹,۲۵۶۶) و سطح معناداری آن برابر با (۰,۰۰۰۰) است که نشان می‌دهد در سطح خطای ۵٪ الگوی رگرسیون خطی از نظر آماری معنادار است؛ همچنین، آماره دوربین واتسون برابر با (۲,۲۶۱۰) بوده و در حد مجاز قرار دارد. ضریب تعیین نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی حدود ۶۳٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. با توجه به سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر مستقل پژوهش یعنی بهره‌وری سرمایه (۰,۰۰۰۰) که کمتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. از میان متغیرهای کنترلی نیز، معناداری متغیرهای اثر اهرم مالی و جریان نقد عملیاتی قابل تأیید است و معناداری متغیرهای اثر اندازه شرکت، مشهود بودن و کساد مالی قابل تأیید نیست (جدول ۸).



جدول (۸): خلاصه نتایج آزمون رگرسیون فرضیه ششم پژوهش

متغیرهای پژوهش	ضریب $\beta$	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	-۰,۲۹۰۰	۰,۰۶۸	-۴,۲۶۱	۰,۰۰۰۰
PC	۰,۵۷۵۸	۰,۰۶۷	۸,۵۰۸	۰,۰۰۰۰
SIZE	۰,۰۱۴۱	۰,۰۱۰	۱,۴۰۰	۰,۱۶۱۷
LEV	۰,۱۶۸۲	۰,۰۴۲	۳,۹۴۳	۰,۰۰۰۱
TANG	۰,۰۴۱۹	۰,۰۴۰	۱,۰۳۴۱	۰,۳۰۱۴
CFO	۰,۲۱۴۸	۰,۰۵۷	۳,۷۶۸	۰,۰۰۰۲
SLACK	-۰,۰۰۳۷	۰,۰۰۲	-۱,۷۶۶	۰,۰۷۷۷
دوربین واتسون	۰,۶۳۴۵ = ضریب تعیین		F آماره = ۹,۲۵۶۶	
۲,۲۶۱۰	۰,۵۶۶۰ = ضریب تعیین تعدیل شده		F احتمال = ۰,۰۰۰۰	

### بحث و نتیجه گیری

با توجه به نتایج حاصل از تحلیل فرضیه اصلی اول (فرعی اول و دوم) پژوهش، می توان این گونه بیان نمود که فرصتهای سرمایه گذاری بر عملکرد شرکت تأثیر ندارد. فرصتهای سرمایه گذاری موضوعی است که هم مورد علاقه سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه و هم مورد علاقه شرکتهای به عنوان واحدهای سرمایه پذیر خواهد بود. با توجه به مبانی نظری پژوهش، افزایش در دسترس بودن سرمایه می تواند منجر به بهبود سطح عملکرد شرکت گردد، چرا که باعث می شود شرکت فرصتهای تجاری مناسبی برای سرمایه گذاری در اختیار داشته باشد. فرصتهای سرمایه گذاری می تواند نقش مهمی در بهبود عملکرد شرکت ایفا کند. با توجه به اینکه سرمایه گذاران به دنبال حداکثر کردن ثروت خود هستند، استفاده به موقع و منطقی از فرصتهای سرمایه گذاری واحدهای تجاری تأثیر به سزایی در بهبود عملکرد شرکتهای دارد. اما مطالب فوق با نتایج فرضیه مورد نظر تناقض دارد؛ یعنی در بازار سرمایه ایران عملکرد شرکت تحت تأثیر فرصتهای سرمایه گذاری قرار نمی گیرد و فرصتهای سرمایه گذاری نمی تواند نقش پررنگی در تبیین و توصیف عملکرد شرکت ایفا نماید. به نظر می رسد دلیل این امر می تواند نشانه‌ای از عدم عکس العمل سرمایه گذاران و اعتباردهندگان مالی نسبت به فرصتهای سرمایه گذاری باشد. نتایج این فرضیه با یافته های اولسن و همکاران (۲۰۱۲) [ارتباط مثبت و معنادار ارزش بازار سهام و عملکرد شرکت]، آزادور (۱۳۸۶) [ارتباط مثبت و

معنادار فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت]، شورورزی و آزادور (۱۳۸۹) [ارتباط مثبت و معنادار فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت] همخوانی ندارد.

با توجه به نتایج حاصل از تحلیل فرضیه اصلی دوم (فرعی سوم و چهارم) پژوهش، می‌توان بیان کرد که رشد شرکت بر بازده دارایی تأثیر مثبت و معنادار دارد و بر ارزش افزوده بازار تأثیر ندارد. اصولاً استراتژی‌های شرکت همچون رشد فروش، رشد دارایی و رشد اقتصادی موجب افزایش عملکرد شرکت در کوتاه مدت و بلندمدت می‌گردد و این افزایش عملکرد شرکت نیز موجب استقبال سرمایه‌گذاران از سهام شرکت و افزایش بازدهی آن می‌گردد. چنین به نظر می‌رسد که استراتژی‌های شرکت بر بهبود ارزش افزوده بازار آنها در دوره زمانی این پژوهش ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ نتوانسته است تأثیری بر عملکرد این شرکتها بگذارد. بنابراین، استراتژی‌های رشد شرکت در بازار سرمایه ایران نمی‌تواند اهمیت و تأثیرگذاری خودش را بر ارزش افزوده بازار شرکت نشان دهند. دلیل این امر نشان دهنده عدم عکس‌العمل بازار و سرمایه‌گذاران نسبت به ارزش افزوده بازار شرکت می‌باشد و این موضوع نشان دهنده عدم شناخت کافی سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه ایران از این مفهوم می‌باشد. با مساعدت از مبانی نظری پژوهش، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد شرکت می‌تواند نقشی در ارزیابی عملکرد شرکت ایفا نماید؛ اما نتایج پژوهش غیر از این مطلب می‌باشد، به نظر می‌رسد دلیل این امر وجود سایر عوامل تأثیرگذار از جمله شرایط سیاسی، اقتصادی و ... در طی دوره پژوهش می‌باشد. نتایج این فرضیه با یافته دامون و همکاران (۲۰۱۱) [تأثیر مثبت و معنادار رشد بر عملکرد شرکت] مطابقت دارد.

نتایج فرضیه اصلی سوم (فرضیه فرعی پنجم و ششم) حاکی از تأثیرگذاری معنادار و مثبت بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت می‌باشد؛ یعنی هر چه بهره‌وری سرمایه شرکت بالاتر رود، عملکرد شرکت نیز افزایش می‌یابد. با استناد به نتایج پژوهش فورت (۱۹۷۵)، بهره‌وری سرمایه می‌تواند در تبیین و توصیف عملکرد شرکت بازی کند که این امر می‌تواند میزان حساسیت بیشتر اهمیت عملکرد شرکت را در سهام شرکت‌های با بهره‌وری سرمایه بالا مورد بحث قرار دهد. چنین به نظر می‌رسد در بازار سرمایه ایران، از جانب سرمایه‌گذاران، مدیران شرکتها و سایر ذینفعان به اهمیت بهره‌وری سرمایه بهای بیشتری داده می‌شود و آن را در تدابیر تصمیمات خودشان در جهت رسیدن به اهداف ترقی شرکت در نظر می‌گیرند.

با رویکردی به یافته های پژوهش می توان پیشنهادهای زیر را مطرح کرد:

✓ نتایج فرضیه اصلی اول پژوهش نشان از عدم تأثیر گذاری فرصتهای سرمایه گذاری بر عملکرد شرکت می باشد که با مبانی نظری پژوهش و نتایج پژوهش های خارجی مغایرت دارد؛ با این حال، به استفاده کنندگان صورتهای مالی از جمله سرمایه گذاران پیشنهاد می گردد با مساعدت از مبانی نظری پژوهش و نتایج پژوهش های خارجی، قبل از اتخاذ هرگونه تصمیمی مبنی بر اینکه در چه شرکتی سرمایه گذاری کنند، فرصتهای سرمایه گذاری شرکت را در سال های گذشته، از طریق نسبت های معرفی شده در این پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند و شرکتهایی را انتخاب کنند که دارای نسبت های بهتری می باشند.

✓ هر چند که فرصتهای سرمایه گذاری بر عملکرد شرکت در بازار سرمایه ایران مورد تأیید قرار نگرفت، لذا به مدیران شرکتهای پیشنهاد می شود با اتکا به نتایج پژوهش های خارجی، بررسی دقیق فرصتهای سرمایه گذاری از طریق نسبت های مالی و استفاده از این فرصتها مثلاً با خرید به موقع داراییهای بلندمدت و استفاده از فناوری جدید و استفاده از ظرفیت بلااستفاده زمینة بهبود عملکرد شرکت را فراهم آورند.

✓ به سهامداران و مدیران شرکتهای پیشنهاد می گردد با الهام گرفتن از نتایج پژوهش های خارجی که گویای نقش بالقوه رشد شرکت بر عملکرد شرکت است، نقش رشد شرکت را به عنوان یک متغیر اصلی در ارزیابی کارایی و اثربخشی عملکرد شرکت مدنظر قرار دهند؛ چرا که رشد شرکت می تواند نقش مثرمتری در بهبود عملکرد شرکت بازی می کند.

✓ طبق یافته های پژوهش، شناسایی عواملی که می تواند با عملکرد شرکت ارتباط داشته باشند، موجب کمک به سرمایه گذاران در تصمیم گیری و تسهیل کنترل سیاست های سرمایه گذاری شرکتهای می شود. به عبارتی، با توجه به تأثیرگذاری مثبت و معنادار بهره وری سرمایه بر عملکرد شرکت، می توان بهره وری سرمایه را محرکی برای عملکرد شرکت دانست؛ لذا به سرمایه گذاران پیشنهاد می گردد هنگام تصمیم گیری های اقتصادی به بهره وری سرمایه توجه کنند؛ چرا که بهره وری سرمایه باعث افزایش عملکرد شرکت می شود.

## پیشنهادات

برای استفاده هرچه بیشتر از نتایج پژوهش و کمک به روشن شدن تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت در آینده، به موضوعات زیر توجه بیشتری شود:

۱. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس در تصمیم‌گیری‌های خود به متغیرهای فرصت‌های سرمایه‌گذاری رشد شرکت بی‌توجه هستند. بنابراین به محققان پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی، به بررسی علل عدم توجه کافی به متغیر مذکور در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود.

۲. با توجه به اینکه نتایج برخی فرضیه‌های پژوهش مغایر با مبانی نظری و پیشینه پژوهش می‌باشد، بنابراین به محققان پیشنهاد می‌گردد در مطالعات آتی، تکرار این پژوهش در دوره‌های طولانی‌تر در جهت بهبود اعتبار یافته‌های پژوهش انجام شود.

۳. به محققان پیشنهاد می‌گردد پژوهشی با فرضیه "ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه با عملکرد برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا نسبت به شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی پایین، قویتر است"، را مورد آزمون و بررسی قرار دهند

**منابع:**

- Azador, I. (2007), "The relationship between investment opportunities and firm performance, thesis, Islamic Azad University, Neyshabur".
- Khademi, V. (2009), "The relationship between investment opportunities and growth assets", Journal of Accounting, V 24, N, 27.
- Shorvarzi, M., Azadvar, I. (2010), "The relationship between investment opportunities and performance of listed companies in Tehran Stock Exchange", Journal of Accounting management, V 3, N 6.
- Ghakaz, M. Barzegar, R. (2012), "The relationship between the rate of sales growth and performance of the company, Proceedings of the National Conference on Accounting and Auditing, University of Sistan and Baluchestan.
- Baber, W, S Janakiraman & S-H Kang. (1996), Investment Opportunities & the structure of executive Compensation, Journal of Accounting & Economics, 21, pp 297-318.
- Brown, D.P., & Rowe, B.J. (2007), The Productivity premium in equity returns. University of Wisconsin US. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=993467>.
- Damon, T. Tome, W, (2011), the effect of corporate growth on firm performance, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 11, pp17-41.
- Davis, E.P., & Madsen, J.B. (2008), Productivity and equity market fundamentals: 80 years of evidence for eleven OECD countries. Journal of International Money and Finance Forthcoming.

- 
- Fazzari, SR, (2000), Investment-Cash Flow Sensitivities Are Useful: A Comment on Kaplan and zingales, *The Quarterly Journal of Economics*, 115, pp 595-705.
  - Fesser, H.R. Willard, G.E. (1990), Founding strategy and performance: a comparison of high and low growth high tech forms, *Strategic Management Journal*, 11(2): pp 87-98.
  - Gi-Shian Su. (2011), The relationship between corporate strategy, capital structure and firm performance: An empirical study of the listed companies in Vietnam, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 50, pp1450-2887.
  - Kumar, K. R. Krishnan, G. V. (2008), The value-relevance of cash flows and accruals: The role of investment opportunities, *The Accounting Review*, Volume 83 (4): pp997-1040.
  - Lincka, J\_S. Nettera, J. Shua, T. (2011), Can Earnings Management Ease Financial Constraints? Evidence from Earnings Management Prior to Investment, *Social Science Research Net Work*.
  - Marion R., Hutchinson. (2004), An analysis of the Association Between Firms' Investment Opportunities, Board Composition, and Firm Performance, *The University of Queensland-Accounting and Accountability*: February 25.
  - Olsen, R. Stewart, D. (2012), The relation of between market value stock, growth opportunity and firm performance", *International Business Review* 12, pp 26-37.
  - Zhu, X, S Ramachandra & H Kabir. (2011), Changes in Value of Investment Opportunity Set & Goodwill Impairment, master of Business, Auckland University of Technology.