



## ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی

زهرا لشگری<sup>۱</sup>

مریم حقیقت‌شهرستانی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۰۳/۲۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۱/۱۸

### چکیده

سرمایه‌گذاران همواره تمایل دارند تا از میزان موفقیت مدیران در به‌کارگیری از سرمایه‌شان آگاهی یابند. آنها علاقه‌مند هستند تا دریابند از سرمایه‌گذاری انجام شده، چه اندازه ارزش ایجاد شده است. تحلیل‌گران به دنبال معیاری هستند تا با در نظر گرفتن هزینه سرمایه و نرخ بازده سرمایه‌گذاری برای حداکثر کردن ارزش شرکت و افزایش ثروت سهامداران اقدام کنند. این پژوهش جهت تعیین فرصت‌های سرمایه‌گذاری از تحلیل عاملی سه متغیر شدت سرمایه‌گذاری، نرخ رشد ارزش بازار جمع‌داری‌ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع‌داری‌ها استفاده نموده است. در این مقاله تعداد ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا و پایین و نیز شرکت‌های با فرصت‌های بالا، با ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معنی‌داری دارد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین با ارزش افزوده نقدی، رابطه معنی‌داری ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** فرصت سرمایه‌گذاری، خلق ارزش، ارزش افزوده نقدی، اندازه شرکت، نرخ بازده داری‌ها.

۱- استادیار گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات. zahra.lashgari@gmail.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

## ۱- مقدمه

فرصت های سرمایه گذاری در دسترس شرکت ها ، بخش مهمی از ارزش یک شرکت را تشکیل می دهند . نفوذ و گسترش شرکت های جوانی که در عرصه ی تکنولوژی اطلاعات به منصفه ظهور رسیده اند و نیز شرایط اقتصاد جهانی ، علایق فراوانی را در مورد درک نقش چنین فرصت های سرمایه گذاری در شرکت ها برانگیخته است . مجموعه فرصت های سرمایه گذاری یک شرکت عمیقاً بر شیوه نگرش مدیران ، مالکان ، سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان به شرکت تاثیر می گذارد ( کالایور و ترومبلی<sup>۱</sup> ، ۲۰۰۱ ) . سرمایه گذاران همواره به دنبال استفاده از فرصت های مناسب سرمایه گذاری و کسب بازده بیشتر هستند و مدیران نیز در جهت موفقیت شرکت و افزایش ثروت سهامداران اقدام به تخصیص صحیح منابع و اخذ تصمیمات مناسب در این راستا می نمایند . لذا یافتن راهی برای آگاهی از فرصت های سرمایه گذاری مناسب و جلوگیری از هدر رفتن منابع همواره مورد علاقه ی گروه های ذینفع ( همچون سرمایه گذاران و مدیران و ... ) می باشد . یافتن معیاری که بتوان با استفاده از آن عملکرد شرکت ها را ارزیابی نمود و به این ترتیب با اخذ تصمیم مناسب از به هدر رفتن منابع و فرصت های سرمایه گذاری مناسب جلوگیری نمود ، بسیار مفید خواهد بود . انتخاب معیار های اندازه گیری عملکرد یکی از مهم ترین چالش های پیش روی سازمان است و سیستم های اندازه گیری عملکرد نقشی کلیدی در توسعه ی برنامه های استراتژیک ، ارزیابی سازمان در دستیابی به اهداف و دادن پاداش به مدیران ایفا می کند (ونانزی<sup>۲</sup> ، ۲۰۱۰) . در سال های اخیر ، در زمینه ی ارزیابی عملکرد از مفهوم ارزش افزوده نیز بهره گرفته می شود . یکی از مفاهیم ارزش افزوده که مبتنی بر جریان نقدی است ، ارزش افزوده نقدی نام دارد که بیانگر ثروت نقدی ایجاد شده در یک دوره مالی توسط کارکنان ، تامین کنندگان منابع مالی ( سهامداران و وام دهندگان ، دولت و شرکت ) می باشد . هدف از انجام این تحقیق این است که مشخص شود آیا شرکت هایی که فرصت های سرمایه گذاری بالاتری دارند خلق ارزش بالاتر و در نتیجه از ارزش افزوده نقدی بالاتری نیز برخوردار هستند ؟ آیا با این روش رفاه سهامداران و هم چنین رفاه مدیریت فراهم می شود یا خیر ؟ آیا سهامداران شرکت هایی را که فرصت های سرمایه گذاری آن ها بالاتر است نسبت به شرکت هایی که فرصت های سرمایه گذاری آن ها پایین تر است در اولویت قرار می دهند؟

## ۲- بیان مساله

سرمایه گذاران همواره تمایل دارند تا از میزان موفقیت مدیران در به کارگیری از سرمایه شان آگاهی یابند . آن ها علاقه مندند دریابند از سرمایه گذاری انجام شده ، چه اندازه ارزش ایجاد شده است . ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلند مدت از مهم ترین اهداف شرکت ها محسوب می شود . نقش معیارهای ارزیابی عملکرد در انعکاس عملکرد شرکت ها از طریق محتوای اطلاعاتی موجودشان نیز پر رنگ تر شده است . باید اشاره نمود که حداکثر کردن ارزش بازار سهام شرکت ها از اهداف اولیه و اساسی هر شرکتی محسوب می گردد . به این منظور تحلیل گران به دنبال معیاری هستند تا با در نظر گرفتن هزینه

سرمایه و نرخ بازده سرمایه گذاری برای حداکثر کردن ارزش شرکت و افزایش ثروت سهامداران اقدام کنند (رحمانی، ۱۳۹۰). از سوی دیگر روش های ارزیابی سنتی مورد خرده گیری واقع شده و روش های نوین از جمله ارزش افزوده نقدی به عنوان موضوع مهم محافل اقتصادی و حسابداری قرار گرفته است و طرفداران این روش معتقدند یکی از روش های مناسب ارزیابی نحوه عملکرد شرکت ها می باشد.

عملکرد شرکت در ایجاد ارزش نقشی اساسی ایفا می کند و فرصت سرمایه گذاری جزیی از ارزش شرکت می باشد. بنابراین تعیین رابطه بین فرصت سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی که یکی از معیار های ارزیابی عملکرد است؛ حائز اهمیت بسیار است.

### ۳- مفهوم ارزش

مفهوم ارزش به این سادگی نیست که گروهی از افراد تصور می کنند. ارزش هر دارایی به عوامل مختلفی مانند فردی که ارزش گذاری برای او صورت می گیرد، نوع ارزشی که باید اندازه گیری شود، زمانی که برآورد ارزش صورت می گیرد و هدف ارزش گذاری بستگی دارد. ارزش یک مفهوم ایستا یا مشابه با مفاهیم دیگر نیست. ارزش هر دارایی به عوامل گوناگونی بستگی دارد که در زمان های مختلف ممکن است تغییر کنند. برخی از این عوامل عبارتند از: محیط اقتصادی، استفاده بالقوه دارایی، زمان برآورد ارزش، میزان کمیابی نسبی و جایگزینی، موقعیت دارایی، گستردگی دامنه مالکیت دارایی، میزان نقدشوندگی و وضعیت بازار دارایی، شرایط فیزیکی دارایی. (داموداران، ۱۳۸۷)

ارزش یک شرکت، تابع سود آوری سرمایه گذاری های آن است؛ لذا مدیران با هدف حداکثر نمودن ثروت سهامداران، باید با شناخت عوامل موثر بر سطح سرمایه گذاری، بین انتظارات سهامداران و فرصت های سرمایه گذاری مطلوب شرکت، تعامل برقرار نمایند تا هم فرصت های سودآور سرمایه گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب کنند (سعادت آبادی، ۱۳۹۱)

### ۴- شاخص های سنجش عملکرد

به گفته ی فرناندز (۲۰۱۳)، برای هر کسی که درگیر فعالیت در زمینه ی مالی شرکت می باشد درک مکانیسم های ارزیابی شرکت لازم و ضروری می باشد. زیرا ارزیابی نه تنها در تحصیل و ادغام شرکت ها از اهمیت زیادی برخوردار می باشد بلکه جهت شناسایی منابع خلق و یا تخریب ارزش اقتصادی در شرکت ها، به واحد های تجاری کمک می نماید.

وی روش های ارزیابی شرکت ها را به ۶ گروه اصلی طبقه بندی نموده است که به جهت جلوگیری از اطاله کلام و بی ارتباط بودن دو مورد از آن ها به موضوع پژوهش حاضر چهار مورد از آن ها در زیر تشریح می گردد.

۱) روش های مبتنی بر ترازنامه

این روش به دنبال تعیین ارزش شرکت از طریق برآورد ارزش دارایی های آن شرکت می باشد. این روش به طور سنتی مورد استفاده قرار می گیرد و در واقع بیان می کند که ارزش یک شرکت اساساً در ترازنامه ی آن نهفته است.

۲) روش های مبتنی بر سود و زیان

بر خلاف روش مبتنی بر ترازنامه، این روش مبتنی بر صورت سود و زیان شرکت است. این روش ها به دنبال تعیین ارزش شرکت از طریق میزان سود، فروش یا شاخص های دیگر می باشند.

۳) روش های مبتنی بر جریان نقدی تنزیل شده

این روش در نظر دارد تا ارزش شرکت را از طریق برآورد جریان های نقدی که در آینده ایجاد خواهند شد، تعیین نموده و سپس آن ها را بر اساس نرخ تنزیلی مطابق با ریسک، تنزیل نماید. در این روش، شرکت به عنوان مولد جریان نقد در نظر گرفته می شود و ارزش شرکت از طریق ارزش فعلی جریان نقدی با استفاده از نرخ تنزیل مناسب محاسبه می گردد. این رویکرد، مفهومی مشابه بودجه نقدی می باشد.

۴) روش های مبتنی بر خلق ارزش

ارزش شرکت و افزایش در آن در یک دوره ی خاص اساساً توسط تغییر در انتظارات در مورد جریان های نقدی شرکت و هم چنین تغییرات در ریسک که منجر به تغییرات در نرخ تنزیل می شود، تعیین می گردد. (فرناندز، ۲۰۰۱).

فرناندز (۲۰۱۳) از جمله روش های مبتنی بر خلق ارزش را ارزش افزوده اقتصادی، سود اقتصادی<sup>۳</sup>، ارزش افزوده نقدی و جریان نقدی بازده سرمایه گذاری برشمرد.

## ۵- مفهوم خلق ارزش

در حوزه ی مدیریت مالی تعداد قابل ملاحظه ای روش وجود دارد که از آن ها جهت تحلیل و اندازه گیری عملکرد واحد تجاری استفاده می شود. خلق ارزش<sup>۴</sup>، تنهاترین و بهترین معیار اندازه گیری عملکرد شرکت است که اجماع عمومی در پذیرش آن هست. شرکت های با عملکرد خوب به نظر می رسد که برای سهامدارانشان در مقایسه با شرکت های با عملکرد بد ارزش بیشتری خلق کرده اند (ملکی اسکویی، ۱۳۸۵). از نظر فرناندز (۲۰۰۱)، یک شرکت زمانی برای سهامداران خلق ارزش می کند که بازده سهامدار بیشتر از هزینه سرمایه (بازده مورد انتظار حقوق صاحبان سهام) باشد. به عبارت دیگر زمانی یک شرکت در طی یک سال ارزش خلق می کند که انتظارات را بهبود بخشد. زیرا ارزش به انتظارات بستگی دارد.

$$(1) \quad (K_e \text{ بازده سهامدار} -) \times \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام} = \text{خلق ارزش سهامدار}$$

$$(2) \quad (K_e \times \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}) - \text{ارزش افزوده سهامدار} = \text{یا خلق ارزش سهامدار}$$

$$(3) \quad K_e = \text{بازده مورد انتظار حقوق صاحبان سهام}$$

## ۶- ارزش افزوده نقدی

دو دیدگاه درباره ی مفهوم و نحوه ی محاسبه ی ارزش افزوده ی نقدی متداول می باشد. ارزش افزوده ی نقدی در دیدگاه اول یکی از چارچوب های مدیریت بر مبنای ارزش است که این دیدگاه را گروه مشاوران سوئدی در امور مالی شرکت ها با نام های اتوسون و ویسنرایدر ارایه نمودند. در این رویکرد ارزش افزوده نقدی یک مدل خالص ارزش فعلی است که محاسبات را به صورت دوره ای لحاظ می کند و سرمایه گذاری را به دو گروه سرمایه گذاری های استراتژیک و غیراستراتژیک طبقه بندی می کند. در این روش جریانهای نقدی عملیاتی تعدیل شده از طریق پیدا کردن جریانهای تنزیل شده ای که در طول عمر اقتصادی سرمایه گذاری، خالص ارزش فعلی برابر صفر ارایه می نماید محاسبه می شود. سرمایه گذاری ناخالص، دارایی های غیر استراتژیک را نادیده می گیرد.

مفهوم دیگر ارزش افزوده نقدی را شرکت مشاوره ای بوستون کانسالتینگ گروپ ارایه کرد. این مدل بر اساس سود باقی مانده طراحی شده است و مقدار سود نقدی باقی مانده ی شرکت را اندازه گیری می کند. این مدل توسعه ای از مفهوم جریان نقدی بازده سرمایه گذاری است و اساساً با مدل قبلی تفاوت دارد (حجازی و ملکی اسکویی، ۱۳۸۶).

## ۷- فرصت های سرمایه گذاری

از نظر کومار و کریشنن (۲۰۰۸)، فرصت های سرمایه گذاری یک بخش قابل توجه و رو به رشد دارایی های شرکت می باشند و علاوه بر این، میزان زیادی از پتانسیل رشد شرکت جهت افزایش منافع اقتصادی و ارزش شرکت، اغلب در فرصت سرمایه گذاری آن نهفته است.

بلکویی (۲۰۰۰) بیان داشته است که شرکت ها ممکن است به عنوان مجموعه ای از دارایی های انسانی و فیزیکی در نظر گرفته شوند که به سمت اهدافی نظیر حداکثر کردن بازده سهامداران حرکت می کنند. این دیدگاه بر ویژگی های قابل مشاهده ی مرتبط با ارزش شرکت تاکید دارد و بازده های غیر قابل مشاهده را در نظر نمی گیرد. یکی از مهم ترین بازده های سرمایه گذاری مرتبط با ارزش شرکت که قابل مشاهده نمی باشند فرصت های رشد یا مجموعه فرصت های سرمایه گذاری می باشند.

### ۷-۱- فرصت های سرمایه گذاری و رشد

کالا پور و ترومبلی دو نوع تصمیمات سرمایه گذاری را بر اساس افق زمانی معرفی نمودند. اول، رشد تحقق یافته که بیانگر سرمایه گذاری انجام شده در دوره های گذشته یا دوره ی جاری می باشد و دوم، فرصت های سرمایه گذاری که بیانگر سرمایه گذاری هایی است که توسط مدیران به منظور دستیابی به مزیت اقتصادی آتی، شناسایی و انتخاب می گردد (کارو، ۲۰۰۲).<sup>۵</sup> هدف کالا پور و ترومبلی برای یافتن بهترین شاخص مجموعه فرصت های سرمایه گذاری به دلایل زیر می باشد: دلیل اول این است که سرمایه گذار تلاش می کند تا عملکرد آتی (مجموعه فرصت های سرمایه گذاری) را بر مبنای عملکرد جاری

رشد تحقق یافته ( پیش بینی نماید . که این امر بدان معناست که مجموعه فرصت های سرمایه گذاری ارتباط بیش تری با ارزش مورد انتظار شرکت دارد و دیگر این که مجموعه فرصت های سرمایه گذاری به رشد تحقق یافته بستگی دارد و تاخیر زمانی بین مجموعه فرصت سرمایه گذاری و رشد تحقق یافته ممکن است قدرت مجموعه فرصت های سرمایه گذاری را برای پیش بینی عملکرد آتی کاهش دهد . دوم این که ، اگر نظر کالا پور و ترومبلی درست باشد ، محققان ممکن است توجه بیش تری را به مجموعه فرصت های سرمایه گذاری نسبت به رشد تحقق یافته معطوف نمایند . از آن جایی که سرمایه گذاران در مورد تصمیمات سرمایه گذاری خود در مورد خرید یا فروش سهام دست به انتخاب می زنند نشان دهنده این است که مجموعه فرصت های سرمایه گذاری به تصمیمات مالی مرتبط می باشند ( کارو ، ۲۰۰۲ )<sup>۶</sup> .

#### ۷-۲- اندازه گیری فرصت های سرمایه گذاری

برآورد فرصت سرمایه گذاری آسان نیست ، زیرا ارزش آن ها به طور گسترده ای بستگی به تصمیم های مدیران دارد . فرصت های سرمایه گذاری تاثیر قابل توجهی بر سهامداران ، مالکان ، مدیران ، سرمایه گذاران و اعتباردهندگان شرکت دارد . در واقع ارزش بازار شرکت به دو بخش : ارزش فعلی کل دارایی ها و ارزش فرصت های سرمایه گذاری تقسیم می شود . با این حال قابل درک است که اندازه گیری فرصت سرمایه گذاری<sup>۷</sup> دشوار می باشد و به طور قابل توجهی به متغیر های دیگر و اختیارات و نظرات مدیران بستگی دارد (سعادت آبادی ، ۱۳۹۱) .

با وجود نقش مهمی که فرصت های سرمایه گذاری در ادبیات مالی و سرمایه گذاری شرکت ایفا می کند اما هیچ اجماعی در مورد چگونگی اندازه گیری ارزش مجموعه فرصت های سرمایه گذاری شرکت ها وجود ندارد . مشکل این جاست که فرصت های سرمایه گذاری توسط افراد ذینفع قابل مشاهده نمی باشد . بنابراین محققان ناچار به استفاده از شاخص هایی برای اندازه گیری فرصت های سرمایه گذاری می باشند (آدام و گوپال ، ۲۰۰۷) . یافتن شاخص مناسب برای اندازه گیری مجموعه فرصت های سرمایه گذاری به امری مهم در تحقیقات مالی و حسابداری تبدیل شده است . سرمایه گذاران به شاخص های مناسب برای مجموعه فرصت های سرمایه گذاری نیاز دارند زیرا مجموعه فرصت های سرمایه گذاری تعیین کننده ی رشد آتی شرکت می باشد . ( کارو<sup>۸</sup> ، ۲۰۰۲ )

#### ۷-۳- فرصت های سرمایه گذاری و خلق ارزش

مجموعه فرصت های سرمایه گذاری یا فرصت رشد به فرصت های سازمان و نیز فرصت های موجود در اقتصاد برای خلق ارزش مرتبط می باشد و زمانی که مدیران درک بهتری در مورد سیاست های تصمیم گیری داشته باشند ، امکان بهبود یا خلق ارزش برای سازمان افزایش می یابد پرم ( ۲۰۱۱ ) . در همین راستا میتون<sup>۹</sup> ( ۲۰۰۷ ) نیز نشان داد که مجموعه فرصت های سرمایه گذاری و فرصت رشد با خلق ارزش سازمان

برای سهامداران در ارتباط می باشد و به ویژه با سازمان هایی در ارتباط است که در بازار های در حال ظهور فعالیت دارند .

از نظر گوردون<sup>۱۰</sup> ( ۱۹۶۴ ) و والتر<sup>۱۱</sup> ( ۱۹۵۶ ) شرکت های در حال رشد با نرخ هزینه سرمایه کمتر از نرخ بازده دارای فرصت های سرمایه گذاری هستند . در این شرکت ها افزایش سود انباشته و تبدیل آن به سرمایه موجب افزایش قیمت سهام می شود . گوردون و والتر موسسه ها را به سه گروه تقسیم می کنند : (سعادت آبادی، ۱۳۹۰)

الف ) موسسه های در حال رشد : در این موسسه ها ، نرخ هزینه سرمایه کمتر از نرخ بازده مورد انتظار است و از فرصت های مناسب سرمایه گذاری برخوردارند .

ب ) موسسه های در حال بلوغ : در این موسسه ها نرخ هزینه ی سرمایه برابر با نرخ بازده مورد انتظار است و فرصت های مناسب سرمایه گذاری ندارند ، زیرا پروژه های سرمایه گذاری خاصی ندارند که بتواند بر ارزش شرکت در عرصه رقابت اضافه کند .

ج ) موسسه های در حال افول : این موسسه ها در شرایطی قرار دارند که منحنی عمر آن ها مراحل نهایی را طی می کند و نرخ بازده مورد انتظار آن ها کمتر از نرخ هزینه سرمایه است .

فرناندز ( ۲۰۰۱ ) نیز بیان داشت که زمانی که واحد تجاری نرخ بازده ای بیشتری از هزینه سرمایه داشته باشد ، آن شرکت برای سهامدارانش خلق ارزش نموده است . بنابراین می توان این طور استنباط نمود که شرکت های با فرصت سرمایه گذاری خلق ارزش می نمایند و در واقع فرصت های سرمایه گذاری جزیی از ارزش شرکت را تشکیل می دهند . جهت ارزیابی عملکرد روش های مختلفی وجود دارد که ارزش افزوده ی نقدی از جمله روش های مناسب و نوین جهت ارزیابی نحوه عملکرد شرکت ها می باشد . ارزش افزوده نقدی در این پژوهش بر اساس دیدگاه گروه مشاوره ای بوستون می باشد که از جمله معیار های ارزیابی عملکرد مبتنی بر خلق ارزش می باشد .

#### ۸- پیشینه پژوهش

شاه تیموری و همکاران ( ۲۰۱۳ ) ، در پژوهش خود تحت عنوان " سیاست پرداخت سود تقسیمی ، مجموعه فرصت سرمایه گذاری و تامین مالی شرکت در بخش محصولات صنعتی مالزی " به این نتیجه دست یافتند که مجموعه فرصت های سرمایه گذاری و سررسید بدهی عواملی هستند که به طور قابل توجهی بر سیاست پرداخت سود تقسیمی شرکت های نمونه تاثیر دارد . علاوه بر این ، قابلیت سودآوری و ریسک نقش مهمی را در تعیین سیاست سود تقسیمی در بخش محصولات صنعتی مالزی ایفا می کند .

-پرم<sup>۱۲</sup> ( ۲۰۱۱ ) ، در پژوهشی تحت عنوان " مجموعه فرصت های سرمایه گذاری و سیاست تصمیم گیری : ارتباط بین اهرم مالی ، سود تقسیمی و فرصت رشد " نشان داد که بین اهرم مالی و فرصت رشد رابطه ی مثبتی وجود دارد و بین سود تقسیمی و فرصت رشد رابطه ی منفی وجود دارد . وی استدلال نمود که مجموعه فرصت های سرمایه گذاری یا فرصت رشد به فرصت های سازمان و نیز فرصت های موجود

در اقتصاد برای خلق ارزش مرتبط می باشد و زمانی که مدیران درک بهتری در مورد سیاست های تصمیم گیری داشته باشند، امکان بهبود یا خلق ارزش برای سازمان افزایش می یابد.

رحمانی (۱۳۹۰) در پایان نامه خود به بررسی رابطه بین فرصت های رشد و ارزش افزوده نقدی پرداخته است. در این تحقیق با استفاده از آزمون همبستگی اسپیرمن به بررسی رابطه دو به دوی متغیرها پرداخته شده است و در ادامه با استفاده از تحلیل رگرسیون ساده خطی، فرضیات آزمون گشته اند. محاسبات با استفاده از نرم افزار SPSS18 انجام گرفته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان می دهند که با استفاده از ضریب همبستگی اسپیرمن و تحلیل رگرسیون خطی ساده بین فرصت های رشدی بالا و پایین و ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود دارد.

فرزانه نوخندان (۱۳۹۰) در پایان نامه ی خود تحت عنوان "عوامل موثر بر فرصت های سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی عوامل تاثیرگذار بر فرصت های سرمایه گذاری با استفاده از رگرسیون طی یک دوره ی زمانی ۷ ساله از سال ۸۲ الی ۸۸ می پردازد. نتایج پژوهش نشان می دهد که شاخص سودآوری، اهرم مالی، اندازه شرکت و نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی از جمله متغیرهای تاثیرگذار بر فرصت سرمایه گذاری می باشند. همچنین نتایج بیانگر آن است که رشد فروش و نوع مالکیت شرکت رابطه ای با فرصت سرمای گذاری ندارند و شاخص سودآوری بیشترین همبستگی را با فرصت سرمایه گذاری دارد.

شورورزی و آزاد وار (۱۳۸۹)، در تحقیقی تحت عنوان "تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها" ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از تحقیق نشان می دهد که بین فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها، رابطه ی مثبت و معناداری وجود دارد.

## ۹- فرضیه های پژوهش

در پژوهش حاضر با توجه به پژوهش های پیشین، ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی با ریزبینی و دقت بیشتری مجددا بررسی خواهد شد و جهت ارزیابی عملکرد مدیران و استفاده مناسب از فرصت های سرمایه گذاری توسط آن ها و نیز حفظ منافع سرمایه گذاران و سایر ذینفعان میتوان انتظار داشت فرصت های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی به صورت فرضیه های اصلی و فرعی زیر بیان شود.

(۱) بین فرصت های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه ی معناداری وجود دارد.

۱.۱. در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری بالا، بین فرصت های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه ی معناداری وجود دارد.

۱.۲. در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری پایین، بین فرصت های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه ی معناداری وجود دارد.



#### ۱۰- روش تحقیق

پژوهش حاضر از لحاظ روش همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی است و با توجه به آن که قضاوت‌های ارزشی در این پژوهش کم‌رنگ است، در زمره تحقیقات کمی و جزء تحقیقات توصیفی حسابداری به شمار می‌رود. به علاوه با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیات آن استفاده شده، از نظر بعد زمانی گذشته‌نگر بوده و از آنجا که هدف از انجام این پژوهش، بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی است، با در نظر گرفتن ماهیت و روشی که در این مطالعه استفاده می‌شود؛ نوعی تحقیق توصیفی-همبستگی به شمار می‌رود و در میان تحقیقات همبستگی از نوع تحلیل‌های رگرسیون می‌باشد که از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده می‌کند.

#### ۱۱- جامعه و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری این پژوهش با توجه به قلمرو زمانی و مکانی تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

- ۱) این شرکت‌ها باید قبل از سال ۸۶ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۸۶ سهامشان در بورس مورد معامله قرار گیرد.
- ۲) این شرکت‌ها نیابستی در طول سال‌های ۸۶ الی ۹۱ معاملاتشان در بورس دچار وقفه‌ی اساسی نشده باشد. به عبارت دیگر سهام این شرکت‌ها در طول سال‌های مذکور در بورس فعال باشد.
- ۳) سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
- ۴) شرکت‌های مورد بررسی زیان خالص نداشته باشند.
- ۵) در سال‌های مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ۶) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، موسسات اعتباری و سایر نهاد‌های پولی یا واسطه‌گری نباشند.
- ۷) اطلاعات موردنیاز به منظور استخراج داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق در دسترس باشد.
- ۸) بنابراین جامعه آماری تحقیق تعداد ۴۶۷ شرکت می‌باشد و با در نظر گرفتن محدودیت‌های تحقیق بالا تعداد ۱۰۲ شرکت طی قلمرو زمانی تحقیق طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ نمونه آماری تحقیق را تشکیل می‌دهد.

#### ۱۲- مدل‌های مرتبط با آزمون فرضیه‌ها

مدل اصلی پژوهش به صورت جایگذاری متغیر مستقل و متغیر وابسته و با دخالت متغیرهای کنترلی، بصورت رابطه ۴ بین متغیرها سنجیده می‌شود.

$$CVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MVAGR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \epsilon_{it} \quad (۴)$$

در پژوهش حاضر جهت محاسبه ارزش افزوده نقدی، بازده جریان نقدی سرمایه گذاری یکبار بر اساس استاندارد آمریکا محاسبه می گردد و یکبار نیز بر اساس استاندارد ایران محاسبه خواهد شد. بازده جریان نقدی بازده سرمایه گذاری در مدل اول یعنی  $CVA\_1_{i,t}$  بایستی محاسبه گردد ولی در مدل دوم یعنی  $CVA\_2_{i,t}$  نیازی به محاسبه آن وجود ندارد و مستقیماً از صورت جریان وجوه نقد استخراج می گردد.

$$CVA\_1_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MVAGR_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$CVA\_2_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MVAGR_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

### متغیر وابسته

متغیر وابسته ی پژوهش حاضر ارزش افزوده ی نقدی می باشد. صورت جریان وجوه نقد بر اساس استاندارد آمریکا سه بخشی است و طبقه ی جداگانه ای تحت عنوان بازده سرمایه گذاری ها و سود پرداختی بابت تامین مالی وجود ندارد اما صورت جریان وجوه نقد در استاندارد ایران شامل ۵ بخش است و شامل طبقه ی جداگانه ای تحت عنوان بازده سرمایه گذاری ها و سود پرداختی بابت تامین مالی می باشد و نیازی به محاسبه ی مجدد آن وجود ندارد؛ جهت محاسبه ارزش افزوده نقدی، بازده جریان نقدی بازده سرمایه گذاری یکبار بر اساس استاندارد آمریکا محاسبه می گردد و یکبار نیز بر اساس استاندارد ایران محاسبه خواهد شد که در زیر تشریح می گردد. محاسبه ی ارزش افزوده نقدی بر اساس مدل سود باقی مانده بر اساس دیدگاه گروه مشاوره ای بوستون به شرح زیر می باشد.

$$(7) \quad (\text{هزینه سرمایه} - \text{بازده جریان نقدی بازده سرمایه گذاری}) = \text{سرمایه گذاری ناخالص} = \text{ارزش افزوده ی نقدی}$$

$$(8) \quad \text{خالص دارایی های جاری} + \text{بهای تمام شده ی تاریخی} = \text{سرمایه گذاری ناخالص}$$

$$(9) \quad (\text{سرمایه گذاری ناخالص} / \text{استهلاک اقتصادی} - \text{جریان نقدی ناخالص}) = \text{بازده جریان نقدی بازده سرمایه گذاری}$$

$$(10) \quad \text{سود عملیاتی} + \text{هزینه ی بهره} + \text{استهلاک} = \text{جریان نقدی ناخالص}$$

$$(11) \quad 1 - (1 + WACC)^{-p} \times \text{دارایی های استهلاک پذیر} = \text{استهلاک اقتصادی}$$

منظور از بهای تمام شده تاریخی جمع بهای تمام شده دارایی های غیر جاری است.

$WACC =$  میانگین موزون هزینه ی سرمایه

$D =$  تامین مالی از طریق وام و بدهی = تسهیلات مالی دریافتی + بدهی های بلند مدت + اوراق مشارکت پرداختی

$E =$  ارزش روز سهام شرکت = قیمت روز سهام  $\times$  تعداد سهام شرکت

$V =$  ارزش کل شرکت = ارزش روز سهام شرکت (E) + تامین مالی از طریق وام و بدهی (D)  
 $K_d =$  نرخ هزینه ی بدهی که عبارتست از :

$$K_d = (1 - t) \text{ نرخ بهره ی بانکی}$$

$K_e =$  نرخ بازده مورد انتظار سهامداران می باشد که بر اساس روش مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای CAPM از فرمول زیر به دست می آید :

$$K_e = R_f + \beta(k_m - R_f) \quad (12)$$

$R_f =$  نرخ بهره بدون ریسک

$K_m =$  نرخ بازده سالانه

$\beta =$  شاخصی برای تعیین ریسک سیستماتیک می باشد .

در مدل دوم ، در محاسبه ی ارزش افزوده نقدی ، جریان نقدی بازده سرمایه گذاری به جای محاسبه مستقیماً از صورت جریان وجوه نقد به دست می آید .

$$(13) \quad (\text{هزینه سرمایه} - \text{بازده جریان نقدی بازده سرمایه گذاری}) \text{ سرمایه گذاری ناخالص} = \text{ارزش افزوده ی نقدی}$$

$$(14) \quad \text{خالص دارایی های جاری} + \text{بهای تمام شده ی تاریخی} = \text{سرمایه گذاری ناخالص}$$

$$(15) \quad \text{جریان نقدی بازده سرمایه گذاری} / \text{سرمایه گذاری ناخالص} = \text{بازده جریان نقدی بازده سرمایه گذاری}$$

### متغیر مستقل

در این پژوهش ، متغیر مستقل تحقیق فرصت های سرمایه گذاری می باشد . برای محاسبه ی فرصت های سرمایه گذاری روابط و عوامل مختلفی در تحقیقات در نظر گرفته می شود که در این پژوهش ، متغیر فرصت های سرمایه گذاری به پیروی از کومار و همکاران ( ۲۰۰۸ ) از طریق تحلیل عاملی سه متغیر شامل شدت سرمایه گذاری ، نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی ها ، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی ها به دست می آید.

الف ) متغیر شدت سرمایه گذاری

ب ) نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی ها

ج ) نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی ها

الف) متغیر شدت سرمایه گذاری

$$INVINT = \sum_{i=t-2}^t \frac{(\text{Capital Expenditure} + \text{Acquisitions})_i}{(\text{Depreciation})_i} \quad (16)$$

در معادله فوق عبارت Capital Expenditure بیانگر مخارج تحمل شده برای تحصیل دارایی های ثابت و نامشهود و Acquisitions بیانگر تغییر در جمع سرمایه گذاری های بلند مدت طی دوره می باشد.

ب) نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی ها

$$MVAGR = \sqrt{\frac{\text{Market Value of Total Assets}_t}{\text{Market Value of Total Assets}_{t-2}}} \quad (17)$$

ارزش بازار جمع دارایی ها = Market Value of Total Assets

ارزش بازار جمع دارایی ها = ارزش دفتری جمع دارایی ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام  
به علاوه ی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

ج) نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی ها

$$MKTBKASS = \frac{\text{Market Value of Total Assets}_t}{\text{Book Value of Total Assets}_{t-2}} \quad (18)$$

در تحقیق حاضر، دومین عامل اصلی در تحلیل عاملی سه متغیر شدت سرمایه گذاری، نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی ها به عنوان متغیر فرصت های سرمایه گذاری انتخاب شده است. انتخاب این متغیرها بر اساس مطالعه کومارو کریشن (۲۰۰۸) بوده است.

متغیر های کنترلی تحقیق حاضر عبارتند از: اندازه شرکت و نرخ بازده دارایی ها

نرخ بازده دارایی ها = سود خالص / ارزش دفتری کل دارایی ها

ln دارایی ها: اندازه شرکت

### ۱۳ - یافته های تحقیق

برای آزمون نرمال بودن داده ها از آزمون جاکوبرا استفاده شده است که نتایج در جدول ۴ زیر ارائه شده است. نتایج آزمون جاکوبرا نشان می دهد که توزیع متغیر های ارزش افزوده نقدی (مدل اول)، ارزش افزوده نقدی (مدل دوم)، نرخ بازده دارایی ها و اندازه شرکت از توزیع نرمال پیروی می کند. همچنین با توجه به اینکه متغیر وابسته تحقیق دارای توزیع نرمال می باشد، بر همین اساس از روش های آماری پارامتریک استفاده می شود.

جدول (۴): نتایج آزمون جاکوبرا

متغیر	نماد	در فرصت های سرمایه گذاری بالا و پایین		در فرصت های سرمایه گذاری بالا		در فرصت های سرمایه گذاری پایین	
		سطح معناداری	J-B	سطح معناداری	J-B	سطح معناداری	J-B
ارزش افزوده نقدی (مدل اول)	CVA_1	۰/۰۷۱	۱۱/۸۰۴	۰/۰۹۸	۴/۱۵۳	۰/۰۸۵	۵/۹۱۴
ارزش افزوده نقدی (مدل دوم)	CVA_2	۰/۰۸۵	۸/۱۰۶	۰/۰۹۲	۴/۸۱۷	۰/۰۹۸	۴/۱۷۱
فرصت های سرمایه گذاری	MVAGR	۰/۰۰۰	۱۱۳/۶۶	۰/۰۰۰	۸۳/۱۹۰	۰/۰۰۵	۲۵/۱۸۱
نرخ بازده دارایی ها	ROA	۰/۰۶۵	۱۲/۵۰۵	۰/۰۷۸	۷/۱۷۰	۰/۰۹۱	۵/۱۲۱
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۲۵	۴/۱۵۰	۰/۰۷۹	۷/۸۱۱	۰/۱۰۲	۳/۳۱۲

منبع: یافته های پژوهشگر

نتایج حاصل از آزمون فرضیه های مدل اول

نتایج آزمون فرضیات در سه حالت فرصت های سرمایه گذاری پایین، بالا و کلی به شرح جدول ۵ می باشد: با توجه به نتایج جدول ۵، سطح معنی داری آماره F-limer (۰/۱۰۲) بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده های تلفیقی<sup>۱۳</sup> نسبت به روش داده های پانلی<sup>۱۴</sup> (تابلویی) ارجحیت داشته و برای برازش مدل رگرسیونی از روش داده های تلفیقی استفاده گردیده است.

جدول (۵): نتایج آزمون فرضیه تحقیق در حالت کلی

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
فرصت های سرمایه گذاری	MVAGR	۳/۳۶۴	۴/۴۰۰	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی ها	ROA	-۵/۸۹۱	-۶/۵۲۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۱/۹۴۹	-۲۴/۱۶۹	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	۱/۸۶۶	۱/۳۲۸	۰/۱۸۴
ضریب تعیین	R Squar	۰/۵۵۷		
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square	۰/۵۵۵		
دوربین واتسون	Durbin-Watson	۱/۹۴۹		
آماره F		۲۵۵/۳۷۰	Prob. ۰/۰۰۰	
آماره Godfrey		۱/۵۳۳	Prob. ۰/۲۱۶	
آماره F-white		۱۶/۹۹۶	Prob. ۰/۰۰۰	
آماره F-limer		۱/۸۴۱	Prob. ۰/۱۰۲	

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول (۶) : نتایج آزمون فرضیه تحقیق در فرصت های سرمایه گذاری پایین

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
فرصت های سرمایه گذاری	MVAGR	۰/۰۳۹	۰/۰۳۴	۰/۹۷۲
نرخ بازده دارایی ها	ROA	-۵/۲۲۴	-۶/۱۵۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۲/۰۱۰	-۲۴/۲۶۳	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	۶/۰۷۷	۴/۱۷۸	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	R Squar			۰/۶۸۰
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square			۰/۶۷۷
دوربین واتسون	Durbin-Watson			۲/۰۲۱
آماره F		۲۱۴/۸۰۹		۰/۰۰۰ Prob.
آماره Godfrey		۰/۸۰۳		۰/۴۴۸ Prob.
آماره F-white		۰/۳۲۲		۰/۹۶۷ Prob.

منبع : یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون فرضیه ی تحقیق در جدول ۶ برای برازش مدل رگرسیونی از روش داده های تلفیقی استفاده گردیده است.

جدول (۷) : نتایج آزمون فرضیه تحقیق در فرصت های سرمایه گذاری بالا

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
فرصت های سرمایه گذاری	MVAGR	۵/۷۷۳	۵/۲۹۹	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی ها	ROA	-۷/۱۶۷	-۴/۳۴۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۱/۸۴۸	-۱۴/۲۴۹	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	-۲/۷۲۹	-۱/۱۴۸	۰/۲۵۱
ضریب تعیین	R Squar			۰/۵۰۱
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square			۰/۴۹۶
دوربین واتسون	Durbin-Watson			۱/۸۷۵
آماره F		۱۰۱/۱۶۰		۰/۰۰۰ Prob.
آماره Godfrey		۰/۷۰۸		۰/۴۹۳ Prob.
آماره F-white		۵/۷۹۹		۰/۰۰۰ Prob.

منبع : یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون فرضیه ی تحقیق در جدول ۷ برای برازش مدل رگرسیونی از روش داده های تلفیقی استفاده گردیده است.

### تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه ها در مدل اول

- ✓ تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه اول نشان می دهد که بین فرصت های سرمایه گذاری با ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این فرضیه مورد تایید قرار گرفت .
- ✓ تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می دهد که بین فرصت های سرمایه گذاری با ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این فرضیه مورد تایید قرار گرفت .
- ✓ تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه سوم نشان می دهد که بین فرصت های سرمایه گذاری با ارزش افزوده نقدی در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری پایین رابطه معناداری وجود ندارد در نتیجه این فرضیه رد شد .

### نتایج آزمون فرضیه ها در مدل دوم

نتایج آزمون فرضیات مدل اول در سه حالت فرصت های سرمایه گذاری پایین، بالا و کلی به شرح جدول ۸ می باشد:

جدول (۸): نتایج آزمون فرضیه در حالت کلی

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
مقدار ثابت	C	۴/۵۷۸	۱۰/۵۶۱	۰/۰۰۰
فرصت های سرمایه گذاری	MVAGR	۰/۵۳۷	۳/۰۲۲	۰/۰۰۲
اندازه شرکت	SIZE	-۲/۰۰۵	-۶۷/۳۱۸	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی ها	ROA	-۸/۷۲۲	-۲۵/۸۶۸	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	R Squar			۰/۸۹۸
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square			۰/۸۹۷
دوربین واتسون	Durbin-Watson			۱/۶۷۳
آماره F		۶۶۶/۳۲۹		۰/۰۰۰ Prob.
آماره Godfrey		۰/۹۷۸		۰/۳۷۶ Prob.
آماره F-white		۱/۵۸۵		۰/۱۱۵ Prob.
آماره H-hausman		۱۰/۹۱۹		۰/۰۱۲ Prob.
آماره F-limer		۳/۸۹۷		۰/۰۰۱ Prob.

منبع : یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ی تحقیق که در جدول ۸ ارائه شده است، سطح معنی داری آماره F (۰/۰۰۱) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده های پانلی (تابلویی) نسبت به روش داده های پولد (تلفیقی) ارجحیت دارد.

جدول (۹) : نتایج آزمون فرضیه تحقیق در فرصت های سرمایه گذاری پایین

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
فرصت های سرمایه گذاری	MVAGR	۰/۴۶۰	۰/۵۱۸	۰/۶۰۴
نرخ بازده دارایی ها	ROA	-۷/۸۸۲	-۱۲/۱۰۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۲/۱۰۸	-۳۳/۱۴۳	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	۶/۰۴۳	۵/۴۱۳	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	R Squar	۰/۸۰۹		
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square	۰/۸۰۷		
دوربین واتسون	Durbin-Watson	۲/۰۰۶		
آماره F		۴۲۶/۸۴۰	۰/۰۰۰ Prob.	
آماره Godfrey		۰/۳۹۴	۰/۶۷۴ Prob.	
آماره F-white		۰/۵۵۰	۰/۸۳۷ Prob.	

منبع : یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون فرضیه تحقیق در جدول ۹ ، برای برازش مدل رگرسیونی از روش داده های تلفیقی استفاده گردیده است.

جدول (۱۰) : نتایج آزمون فرضیه تحقیق در فرصت های سرمایه گذاری بالا

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
فرصت های سرمایه گذاری	MVAGR	۰/۷۱۶	۲/۴۸۳	۰/۰۱۳
نرخ بازده دارایی ها	ROA	-۸/۶۱۳	-۱۵/۰۱۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۱/۹۴۱	-۳۶/۵۹۰	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	۳/۳۴۸	۴/۳۵۰	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	R Squar	۰/۸۸۶		
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square	۰/۸۸۵		
دوربین واتسون	Durbin-Watson	۲/۱۱۲		
آماره F		۷۸۸/۶۶۵	۰/۰۰۰ Prob.	
آماره Godfrey		۱/۴۹۹	۰/۲۲۴ Prob.	
آماره F-white		۳/۲۳۶	۰/۰۰۰ Prob.	

منبع : یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون فرضیه تحقیق در جدول ۱۰ ، برای برازش مدل رگرسیونی از روش داده های تلفیقی استفاده گردیده است.



### تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه ها در مدل دوم

- ✓ نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که بین فرصت های سرمایه گذاری با ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. و در نتیجه این فرضیه تایید شد.
- ✓ تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می دهد که بین فرصت های سرمایه گذاری با ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و در نتیجه این فرضیه تایید شد.
- ✓ تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه سوم نشان می دهد که بین فرصت های سرمایه گذاری با ارزش افزوده نقدی در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری پایین رابطه معناداری وجود ندارد و در نتیجه این فرضیه رد شد.

### نتایج آزمون تحلیل عاملی

باتوجه به تعریف ارائه شده از متغیر فرصت های سرمایه گذاری، برای برآزش مدل ها ابتدا باید متغیر محاسبه شود. در تحقیق حاضر، اولین عامل اصلی در تحلیل عاملی سه متغیر شدت سرمایه گذاری (INVINT)، نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی ها (MVAGR)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی ها (MKTBKASS) به عنوان متغیر فرصت های سرمایه گذاری انتخاب شده است. انتخاب این متغیرها براساس مطالعه کوماروکریشن (۲۰۰۸) بوده است.

برای انتخاب متغیرهای مناسب برای انجام تحلیل عاملی از آزمون KMO، که مقدار آن بین صفر و یک است، استفاده می شود. در صورتی که این مقدار بیشتر از ۰/۷۰ باشد همبستگی موجود میان داده ها برای تحلیل داده ها مناسب خواهد بود. همچنین برای اطمینان از مناسب بودن داده ها برای تحلیل عاملی، مبنی بر این که ماتریس همبستگی که پایه تحلیل عاملی قرار می گیرد برابر صفر است یا خیر (ماتریس واحد استی اخیر)، باید از آزمون بارتلت استفاده کرد. اگر این مقدار کمتر از ۰/۵۰ باشد، داده ها معنی دار است. نتایج این دو آزمون در جدول ۱۱ نشان داده شده است.

جدول (۱۱): نتایج آزمون KMO و بارتلت

۰/۷۲۶	KMO معیار مناسب برای نمونه گیری	
۹۱/۰۴۴	کای دو	آزمون بارتلت
۳	درجه آزادی	
۰/۰۰۰	معناداری	

منبع: یافته های پژوهشگر

باتوجه به اینکه سطح معنی داری در آزمون بارتلت کمتر از ۰/۰۵ است، ماتریس همبستگی، ماتریس واحد نیست و متغیرها با هم رابطه دارند. در جدول شماره ۱۲، میزان واریانس مشترک بین یک متغیر با سایر متغیرهای استخراجی در تحلیل ارائه شده است.

جدول (۱۲): اشتراکات واریانس بین متغیرها

نام متغیر	اشتراکات اولیه	اشتراکات استخراجی
شدت سرمایه گذاری	۱/۰۰۰	۰/۵۴۸
نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی ها	۱/۰۰۰	۰/۷۰۳
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی ها	۱/۰۰۰	۰/۶۸۳

منبع: یافته های پژوهشگر

اشتراکات اولیه، برآوردهای واریانس در هر متغیر رانشان می دهد که توسط همه اجزاء بکار گرفته شده است. برای استخراج اجزاء اصلی، اشتراکات اولیه همواره برابر یک است. اشتراکات استخراجی، برآوردهای واریانس در هر متغیر است که توسط عوامل استخراجی بکار گرفته شده است این اشتراکات برای همه متغیرها تقریباً بالاست که بیانگر این است که اجزاء استخراجی به خوبی نماینده متغیرها هستند. در جدول شماره ۱۳ همه عوامل قابل استخراج از تجزیه و تحلیل، درصد واریانس و واریانس انباشته هر عامل ارائه شده است.

جدول (۱۳): مجموع واریانس ها

نام متغیر	جزء اول	جزء دوم
شدت سرمایه گذاری	۰/۳۸۴	۰/۰۸۴
نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی ها	۰/۸۳۸	-۰/۰۷۸
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی ها	۰/۸۲۶	۰/۱۰۶

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به جدول فوق نرخ رشد ارزش بازار جمع داراییها (MVAGR) بهترین نماینده است؛ زیرا با جزء دوم کمترین همبستگی را دارد.

#### ۱۴- بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش با استفاده از اطلاعات ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۱ ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی مورد بررسی قرار گرفت. یافته های پژوهش نشان می دهد که به طور کلی بین فرصت های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود دارد و نیز در شرکت های با فرصت سرمایه گذاری بالا، بین فرصت سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه ای مثبت و معنادار و در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری پایین، بین فرصت های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود ندارد. در واقع شرکتی برای سرمایه گذاران از اهمیت بالاتری برخوردار است که بتواند عملکرد خوبی ارائه دهد یعنی ارزش بالاتری برای سهامداران ایجاد نماید زیرا بهبود عملکرد و ایجاد ارزش موجب افزایش ثروت سهامدار می گردد. بنابراین

هرچه شرکتی از فرصت سرمایه گذاری بالاتری برخوردار باشد، منجر به افزایش ارزش برای سهامداران و در افزایش ارزش بازار شرکت می گردد که چنین شرکتی از نظر ذینفعان شرکت از ارزش افزوده نقدی بالاتری نیز برخوردار بوده و در نتیجه از عملکرد بهتری نیز برخوردار می باشد. زمانی که شرکت فرصت سرمایه گذاری پایینی داشته باشد شرکت ارزش افزوده نقدی پایین تری داشته و در نتیجه عملکرد ضعیفی نیز خواهد داشت و این نگرانی برای سرمایه گذاران بالفعل و سایر ذینفعان به وجود می آید که منافعشان به خطر خواهد افتاد و سرمایه گذاران بالقوه نیز از سرمایه گذاری در این شرکت ها خودداری خواهند نمود زیرا سرمایه گذاران همواره به دنبال استفاده از فرصت های مناسب سرمایه گذاری و کسب بازده بیشتر هستند و اگر شرکت قادر به ایجاد ارزش نباشد، حتی اگر سود خالص بالایی نیز داشته باشد، حاضر به سرمایه گذاری در این شرکت نخواهند بود زیرا آن هائی توانند با سرمایه گذاری در پروژه های دیگر با ریسک مشابه، حداقل بازدهی معادل هزینه سرمایه کسب نمایند و از طرف دیگر در چنین شرکت هایی، منافع سهامداران بالفعل و نیز سایر ذینفعان به خطر می افتد. نتایج این تحقیق در مورد فرضیه های تأیید شده با نتایج حاصل از تحقیق رحمانی (۱۳۹۰) مطابقت دارد.

در نهایت پیشنهادهای ناشی از یافته های پژوهش به قرار زیر می باشد:

- ارتباط بین جریان نقد آزاد و فرصت های سرمایه گذاری و سود اقتصادی
- ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری و رشد تحقق یافته
- ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری، ساختار مالکیت و ارزش شرکت
- ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری، هزینه نمایندگی، ریسک بازار و سیاست های تقسیم سود

#### فهرست منابع

- ۱) سعادت سعادت آبادی، راضیه (۱۳۹۱)، "رابطه ی مدیریت سود و فرصت های سرمایه گذاری با در نظر گرفتن نقش سهامداران کنترل کننده". پایان نامه ارشد، دانشگاه الزهرا (ع).
- ۲) حجازی، رضوان، ملک تاج ملکی اسکویی، (۱۳۸۶)، "مروری بر مفاهیم و ادبیات ارزش افزوده نقدی"، نشریه دانش و پژوهش حسابداری، شماره یازدهم، سال سوم، ۲۹-۲۴ و ۷۵-۷۳.
- ۳) شورورزی، محمد رضا، ایمان آزاد وار، (۱۳۸۹)، "تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها". مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره ششم، ۲۳-۱۳.
- ۴) داموداران، آسوات، (۱۳۸۸)، "ارزش گذاری سهام، مفاهیم و مدل های کاربردی"، ترجمه شرکت تامین سرمایه امین، چاپ اول.
- ۵) رحمانی. فرزانه، (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین فرصت های رشد و ارزش افزوده نقدی". پایان نامه ارشد، دانشگاه آزاد واحد تهران مرکزی، دانشکده اقتصاد و مدیریت.

۶) فرزانه نوخندان ، متین ، ( ۱۳۹۰ ) ، "عوامل موثر بر فرصت های سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" . پایان نامه ارشد ، دانشگاه آزاد واحد تهران مرکزی، دانشکده اقتصاد و مدیریت .

- 7) Adam, Tim. Goyal, Vidhan K. , ( 2008 ) , "The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables ".The Journal of Financial Research, PP. 41 - 63.
- 8) Danbolt, J. and Hirst, I. and Jones, E. ,(2002), "Measuring Growth Opportunities" Applied Financial Economics, 12(3), PP.203-212
- 9) Fernandez , Pablo , ( 2013 ) , " Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation " , IESE Business School, PP.1-12
- 10) Fernandez , Pablo , ( 2013 ) , " Company valuation methods " , IESE Business School, PP.1-18
- 11) Fernandez , Pablo.,(2013), " Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 9 Theories " , IESE Business School, PP.1-16
- 12) Fernández , Pablo , ( 2001 ) , "A Definition of Shareholder Value Creation" , IESE Business School, PP.1-10
- 13) Kaaro, Hermeindito ,( 2002 ) , " Searching Proxies of Investment Opportunity Sets and Identifying Information content". Journal Manajemen & Kewirusahaan Vol. 4, No. 1, PP. 36 – 45.
- 14) Kallapur , S and M . A . Trombly ,( 2001 ) , " The Investment Opportunity Set ; Determinants , consequences and Mesurement " Journal of Managerial Finance " ; Volume 27 Number 3 , PP. 3 - 15.
- 15) Kumar, K. R., G. V. Krishnan ,(2008) , "The Value-Relevance of Cash Flows and Accruals: The Role of Investment Opportunities". The Accounting Review. Volume 83 (4), PP. 997-1040.
- 16) Miton , T. ,( 2007 ) , " Why Have Debt Ratios Increased for Firms in Emerging Markets? European Financial Management, 14(1), PP.127 – 151 .
- 17) Prem, M . ,( 2011 ) , " The Investment Opportunity Set and Policy Decisions: The Association between Leverage; dividend; B-BBEE Policies and Growth Opportunity" , Gordon Institute of Business Science, PP.1-137
- 18) Riahi Belkaoui , Ahmed, (2000) , " Accounting and The Investment Opportunity Set" , Publisher: Praeger (May 30, 2000)
- 19) Shahteimoori Ardestani , H . Abdul Rasid , S . Rohaida, B . Mohammadghorban, M ,( 2013 ) , " Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia " , Journal of Applied Finance & Banking, Vol. 3, No. 1, 2013, PP. 123-136 .
- 20) Venanzi , Daniela ( 2010 ) . " Financial Performance Measures and Value Creation : A Review " , Department of Economics , PP.1-36

- <sup>1</sup>. Kallapur and Trombley
- <sup>2</sup>. Venanzi
- <sup>3</sup>. Economic Profit (EP)
- <sup>4</sup>. Value Creation
- <sup>5</sup>. kaaro
- <sup>6</sup>. kaaro
- <sup>7</sup>. Investment Opportunity
- <sup>8</sup>. Karro
- <sup>9</sup>. Mitton
- <sup>10</sup>. Gordon
- <sup>11</sup>. Valter
- <sup>12</sup>. Prem
- <sup>13</sup>. Pooled
- <sup>14</sup>. Panel