

## تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها

دکتر محمدرضا شورورزی<sup>۱</sup>

ایمان آزادوار<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۸۹/۷/۵

تاریخ دریافت: ۸۹/۴/۲۰

### چکیده:

سرمایه‌گذاران به دنبال حداکثر کردن ثروت خود هستند. فرصت‌های رشد، نیروی محرکی هستند ایجاد انگیزه کرده و برای سرمایه‌گذاران پاداش محسوب می‌شوند. ارتقای آگاهی‌های حرفه‌ای در زمینه سرمایه‌گذاری همراه با توسعه فناوری ارتباطات باعث شده است که تأمین‌کنندگان سرمایه و جوه خود را در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که امکان کسب سود در آن‌ها بیشتر باشد. آن‌چه در شرایط کنونی باعث موفقیت می‌گردد، استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود است که در این جهت باید عوامل موثر بر عملکرد شرکت‌ها را شناسایی کرد. استفاده به موقع و منطقی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری واحدهای تجاری تأثیر به‌سزایی در بهبود عملکرد شرکت‌ها دارد.

لذا در این تحقیق ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بررسی شده است. برای این منظور، هشتادوپنج شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در یک دوره شش‌ساله (۸۷ تا ۱۳۸۲) بررسی شده است. سرانجام از مدل رگرسیون برای آزمون فرضیه استفاده شده است. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

**واژه‌های کلیدی:** عملکرد شرکت‌ها، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری و ثروت.

۴ استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور - (نویسنده مسئول) M\_R\_Shoorvarzy@yahoo.com

۲ دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور

## 4 مقدمه

باشد، چشم‌انداز روشنی از آینده آن متصور است. فرصت‌های سرمایه‌گذاری از جمله عوامل مؤثر بر رشد مناسب سود شرکت‌ها می‌باشد. از طرفی اکثر قریب به اتفاق شرکت‌های منحل شده بدلیل 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.

در این پژوهش ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است.

## 4 مروری بر ادبیات موضوعی و پیشینه تحقیق

## 4 ماهیت سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری عبارتست از تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری می‌شود. واژه سرمایه‌گذاری دامنه وسیعی از فعالیتها را شامل می‌شود. این واژه می‌تواند شامل سرمایه‌گذاری در اوراق مشارکت، سهام عادی، برگه‌های اختیار خرید و اختیار فروش سهام، اوراق قابل تبدیل و دارایی‌های مشهود از قبیل طلا، اشیاء قیمتی، زمین و... باشد. سرمایه‌گذاری را می‌توان به این صورت تعریف نمود: خریدن یک قلم دارایی واقعی یا مالی که میزان بازده آن با ریسک مورد انتظار متناسب باشد. به زبان ساده تر سرمایه‌گذاری عبارت است از هرگونه فدا کردن ارزشی در حال حاضر (که معمولاً مشخص است) به امید به دست آوردن ارزشی بیشتر در زمان آینده. سرمایه‌گذاری را می‌توان از دیدگاه‌های مختلفی تقسیم‌بندی نمود: سرمایه‌گذاری بر حسب موضوع که به سرمایه‌گذاری واقعی و مالی و سرمایه‌گذاری از نظر زمانی که به کوتاه مدت و بلند

سرمایه‌گذاران به دنبال حداکثر کردن ثروت خود هستند. فرصت‌های رشد، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه کرده و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. در این میان سرمایه‌گذاران همیشه باید در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند، زیرا آنچه باعث موفقیت می‌گردد استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود است که برای این امر باید سیاست‌های مالی مؤثر بر ایجاد فرصت‌های رشد را در واحدهای تجاری شناسایی کرد. امروزه سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری در کمترین زمان اطلاعات لازم را در دسترس استفاده‌کنندگان قرار می‌دهند تا در تصمیم‌گیری‌ها مورد استفاده قرار گیرد. [5]

ارتقای آگاهی‌های حرفه‌ای در زمینه سرمایه‌گذاری همراه با توسعه فناوری ارتباطات باعث شده است که تأمین کنندگان، سرمایه‌وجوه خود را در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند، که امکان کسب سود در آنها بیشتر است؛ آنچه در شرایط کنونی باعث موفقیت می‌گردد، استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود است که برای این امر باید عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌ها را شناسایی کرد. تحلیلگران مالی با تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی شرکت، وضعیت آن را مورد بررسی قرار می‌دهند. امروزه یکی از مباحث مهم، در مورد تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی شرکت‌ها، سودآوری و عملکرد شرکت‌ها می‌باشد. از طرف دیگر، یکی از عوامل مؤثر بر بهبود عملکرد شرکت‌ها فرصت‌های رشد است و این می‌تواند نشان‌دهنده استعداد بالقوه شرکت در سودآوری و سرمایه‌گذاری باشد.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری در طی مراحل مختلف دارای چرخه عمر متفاوت است. شرکتی که از انعطاف پذیری بالایی برای استفاده از این فرصتها برخوردار

تجزیه و تحلیل شده و عوامل مهمی که بر روی تصمیم‌گیری آن‌ها تأثیر گذار می‌باشد مورد بررسی قرار می‌گیرد. بنابراین سرمایه‌گذاران به دنبال بازده بیشتر می‌باشند و رابطه میان ریسک و بازده سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار می‌دهند.

#### ۴-۴ شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری

فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود به خود اتفاق نمی‌افتند. بلکه آن‌ها را باید شناسایی نمود و یا اینکه آن‌ها را بوجود آورد. انواع مختلف فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است از سطوح مختلف بخش‌های شرکت سرچشمه بگیرد برخی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است توسط مدیریت عالی سازمان یا اعضای هیئت 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، لذا ممکن است سیاست‌های مالی منظم و اصولی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری از سوی شرکت به اجرا گذاشته شود. [۲]

#### ۴-۴ ارتباط فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تامین مالی

در ارتباط با رابطه میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تامین مالی شرکت‌ها تحقیقات متعددی صورت گرفته است. در یکی از این تحقیقات سان‌جی [۱۵] این‌گونه مطرح می‌کند: میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سطح تامین مالی از طریق بدهی یک رابطه منفی وجود دارد. همچنین یانسن و ملکین (۱۹۷۶) وجود ارتباط منفی را پیش بینی کرده‌اند. در سال

مدت تقسیم می‌شود. در فرآیند سرمایه‌گذاری پس از آنکه درآمد نسبت به هزینه شخص، نخستین گامی است که باید در این راه برداشته شود. گام بعدی شناخت و آگاهی از ریسک است. یک سرمایه‌گذار باید بتواند میزان بازده و ریسک قابل قبول را محاسبه و پیش بینی کند. در مرحله بعد آگاهی و شناخت انواع اوراق بهادار موجود در بازار است. پس از این مرحله لازم است که سرمایه‌گذار میزان ریسک و بازده اوراق بهادار شرکت‌هایی را محاسبه نماید که مایل به سرمایه‌گذاری در آن‌ها می‌باشد. یکی دیگر از ارکان فرآیند سرمایه‌گذاری دسترسی به سیستم اطلاعاتی در این زمینه از طریق روزنامه‌های تخصصی، سایت‌های مالی، و... است. شناخت ساختار بازار اوراق بهادار بخش دیگری از فرآیند سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذار باید بداند که این اوراق چگونه معامله می‌شوند و شیوه دادوستد و ایجاد رابطه با کارگزار چگونه است. آخرین گام در فرآیند سرمایه‌گذاری انتخاب مجموعه‌ای از اوراق بهاداری است که از دیدگاه سرمایه‌گذار دارای بازده و ریسک قابل قبول می‌باشد. در این پژوهش منظور از سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی است.

#### ۴-۴ نگاهی گذرا بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری وجوه مالی در دارایی‌های مختلف، تنها بخشی از کل تصمیم‌گیری‌ها و برنامه‌ریزی‌های مالی است که اغلب افراد انجام می‌دهند. قبل از اینکه افراد سرمایه‌گذاری انجام دهند، هر فردی باید یک طرح کلی داشته باشد. این چنین طرحی باید در برگیرنده تصمیم‌گیری مربوط به انجام معامله، نحوه مالکیت، طول عمر دارایی و میزان سود آوری آن باشد. بیان فرآیند فرصت‌های سرمایه‌گذاری مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری است. در این حالت فعالیت‌های مربوط به فرآیند تصمیم‌گیری

بین سیاست تقسیم سود و افزایش سرمایه رابطه مثبت وجود دارد. رضوانی راز [۶] تحقیقی با عنوان "بررسی رابطه بین جریان نقد آزاد و میزان بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام داده است. نتایج این تحقیق نشان داد که در فرضیه اول بین میزان بدهی و جریان نقد آزاد در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین، همبستگی معنی داری وجود دارد. همچنین در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین بین میزان بدهی و جریان نقد آزاد رابطه وجود دارد. مهرانی [۱۰] تحقیقی با عنوان "چهارچوبی برای تجزیه و تحلیل سیاست‌های تقسیم سود" انجام داده است. نتایج تحقیق ارتباط میان سود تقسیمی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. اسلامی بیدگلی و همکاران [۱] تحقیقی در زمینه همسنجی بازده و ریسک فرصت‌های جایگزین سرمایه‌گذاری در ایران انجام داد. در نهایت در این پژوهش مشخص شد در طول دوره مورد بررسی بازده شاخص سهام بیش از دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بوده است. اگر چه ریسک آن نیز در مقایسه با دیگر فرصت‌ها بالاتر بوده است. با این وجود مشخص شد که ریسک و بازده نسبی این فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب تر از دیگر فرصت‌ها بوده است. برومند [۳] تحقیقی با عنوان «ارتباط فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود» انجام داد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد. ماریون [۱۴] رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ترکیب اعضاء و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری با نسبت سهام مدیران اجرایی و نسبت سهام مدیران غیر اجرایی موجود در ترکیب اعضاء هیات مدیره رابطه منفی دارد. فردیناد و بارچ [۱۲] تحقیقی تحت عنوان "فرصت‌های سرمایه‌گذاری، میزان بدهی

۱۹۷۷ مایرز این‌گونه بیان می‌کند که به دلیل عدم وجود تقارن اطلاعاتی، شرکت‌هایی که تامین مالی آن‌ها از طریق تقبل بدهی بالا می‌باشد، تمایل به صرف نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش مثبت دارند. همچنین وی می‌گوید که: شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالایی هستند، تمایل به داشتن نرخ‌های پایین‌تر بهره دارند و این امر بیشتر به این دلیل می‌باشد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری هنوز درآمدی را برای شرکت ایجاد نکرده و انتظار بازده آن‌ها در طولانی مدت می‌باشد و دلیل دیگر این‌که از آنجایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری عمدتاً قابل اندازه‌گیری نیستند و نامشهود می‌باشند، ارزش وثیقه یا ارزش نقدینگی محدودتری را برای شرکت ایجاد می‌نماید. تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا، بدهی کمتری دارند.

#### ۴ ۵ فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارتباط آن با سود و بازده

بازده سهام ارتباط مستقیمی با سود تقسیمی دارد، همچنین طبق تحقیقات انجام گرفته وجود ارتباط مستقیم بین بازده سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد تأیید قرار گرفته [۱۴]. لذا می‌توانیم به این موضوع مهم پی ببریم که سرمایه‌گذاری با بازده سهام رابطه دارد و بازده سهام نیز با سود تقسیمی رابطه دارد. در نتیجه فرصت‌های سرمایه‌گذاری با سود تقسیمی در ارتباط مستقیم می‌باشد. [۹]

#### ۴ پیشنهاد تحقیق

زمان‌پور [۷] تحقیقی با عنوان "ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی" انجام داد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با سیاست استقراض، رابطه معکوس و

- ۱) این شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۷۹ در بورس تهران پذیرفته شده‌اند.
- ۲) این شرکت‌ها در طول سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ معاملاتشان در بورس دچار وقفه نشده است.
- ۳) شرکت‌های سرمایه‌گذاری، ساختمانی و واسطه‌گری‌های مالی نبوده‌اند.
- ۴) جامعه نمونه شامل ۸۵ شرکت پذیرفته شده در بورس بوده است.

#### ۴ ۴ فرضیه‌های تحقیق

فرضیه مطرح شده در این تحقیق عبارت است از این‌که "بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها رابطه مثبت وجود دارد".

#### ۴ ۴ متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آنها

فرصت‌های سرمایه‌گذاری: در تحقیق حاضر برای محاسبه فرصت‌های سرمایه‌گذاری با توجه به تحقیقات انجام شده قبلی از سه معیار زیر استفاده شده است.

$MBVA =$  ارزش دفتری دارایی‌ها / ارزش بازار دارایی‌ها

$MBVE =$  ارزش بازار سهام / ارزش دفتری سهام

$FAMVA =$  ارزش بازار دارایی‌ها / دارایی‌های ثابت مشهود (ناخالص)

قیمت هر سهم: عبارتست از آخرین قیمت هر سهم در پایان سال مالی در تابلوی بورس.

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

جمع ارزش دفتری دارایی‌ها: جمع ارزش دفتری داراییها در تاریخ ترازنامه.

جمع ارزش دفتری سهام عادی: جمع حقوق

و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های کره‌ای" انجام داده‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا هستند بدهی و تقسیم سود آنها پایین است و شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین هستند، بدهی و تقسیم سود آنها بالا است.

سان جی<sup>۱</sup> و مارک<sup>۲</sup> [۱۵] «بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد تحقق‌یافته» را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج تحقیق نتایج نشان می‌دهد، نسبت‌های ارزش بازار و ارزش دفتری محاسبه شده با رشد تحقق‌یافته رابطه مستقیم دارند. بی‌کی جگی<sup>۳</sup> و فردیناند<sup>۴</sup> [۱۱] تحقیقی با عنوان "تجزیه و تحلیل اثرات فرصت‌های سرمایه‌گذاری، جریان‌ات نقد آزاد و اندازه شرکت بر خط مشی بدهی" انجام دادند. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین هستند، بین جریان نقد آزاد و میزان بدهی آنها ارتباط وجود دارد و براساس اندازه شرکت نیز بین میزان بدهی و جریان نقد آزاد برای شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین ارتباط وجود دارد.

#### ۴ روش‌شناسی

#### ۴ روش تحقیق

روش تحقیق قیاسی - استقرایی است و برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از داده‌های صورت‌های مالی تاریخی استفاده شده است. و از نظر همبستگی بین متغیرها نوعی تحقیق همبستگی می‌باشد و از نظر زمانی مقطعی است.

#### ۴ ۴ جامعه آماری تحقیق

جامعه از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که شرایط زیر را داشته‌اند انتخاب شده‌اند.

۵ + آزمون فرضیه اصلی تحقیق

H1: بین فرصت‌های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.  
 H0: بین فرصت‌های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود ندارد.  
 برای آزمون فرضیه از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$Firm\ Performance\ Factor_{it} = \beta_0 + \beta_1 Investment\ Opportunities\ Factor_{it} + \varepsilon_{it}$$

تحلیل همبستگی

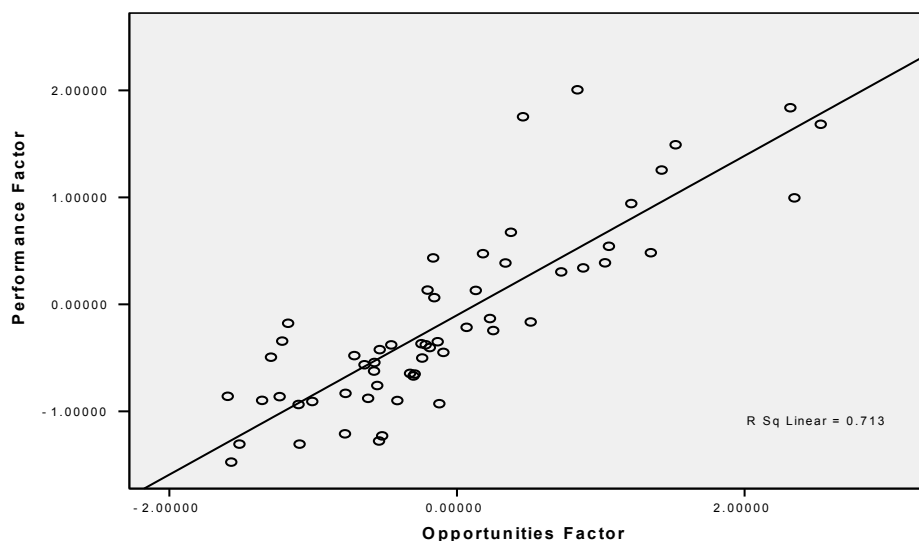
ضریب همبستگی بین فرصت‌های سرمایه گذاری و عملکرد شرکتها برابر ۰/۸۴۴ می باشد. مقدار احتمال مربوط به بررسی معناداری آن  $H_0: \rho = 0$  برابر ۰/۰۰ می باشد که از ۰/۰۵ کوچکتر است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ وجود ارتباط معنادار بین دو متغیر تأیید می شود. نمودار پراکنش رسم شده نیز موید وجود ارتباط مستقیم بین دو متغیر مستقل و وابسته می باشد.

صاحبان سهام در تاریخ ترازنامه تقسیم بر تعداد سهام. جمع ارزش بازار سهام عادی: آخرین قیمت بازار سهام در پایان سال مالی آن شرکت. عملکرد شرکت: این متغیر نیز مانند فرصت‌های سرمایه گذاری برای ارزیابی و تجزیه و تحلیل نیاز به یک شاخص مناسب دارد. در تحقیق حاضر برای سنجش عملکرد شرکت از دو معیار حسابداری و یک معیار ارزش بازاریبه شرح زیر استفاده شده است.

جمع حقوق صاحبان سهام / سود خالص = بازده حقوق صاحبان سهام  
 تعداد سهام در پایان دوره / سود خالص پس از کسر مالیات = سود سهام  
 قیمت هر سهم در ابتدای دوره / حق تقدم خرید سهام + سود سهمی + سود نقدی هر سهم + (قیمت هر سهم در اول دوره - قیمت هر سهم در پایان دوره) = بازده سهام.

۵ آزمون فرضیه ها

نمایه شماره ۱ ضریب همبستگی بین متغیرها

### تحلیل مدل رگرسیونی

ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۷۰ می‌باشد و بدین معنا است که حدود ۷۰٪ از تغییرات متغیر وابسته (عملکرد شرکت) بوسیله متغیر مستقل (فرصت‌های سرمایه‌گذاری) قابل توصیف می‌باشد.

آماره مبنی بر عدم وجود ارتباط معنا دار رد می‌شود، و این به این معنا می‌باشد که بین متغیر مستقل (فرصت‌های سرمایه‌گذاری) و متغیر وابسته (عملکرد شرکت)، ارتباط معناداری وجود دارد. ضمناً با توجه به برآورد پارامتر شیب خط که برابر ۰/۷۴۵ می‌باشد، می‌توانیم نتیجه بگیریم با هر یک واحد افزایش در متغیر مستقل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شاهد ۰/۷۴۵ واحد افزایش در متغیر وابسته عملکرد شرکت خواهیم بود. در انتها با توجه به معناداری شیب خط و مثبت بودن علامت آن وجود ارتباط مستقیم و معنادار را می‌توانیم مورد تأیید قرار دهیم و بدین ترتیب فرضیه اصلی تحقیق مورد تأیید قرار می‌گیرد. مدل رگرسیونی برآورد شده نیز عبارتست از:

$$Firm\ Performance\ Factor_{it} = -0.101 + 0.745\ Investment\ Opportunities\ Factor_{it}$$

### نمایه شماره ۲ خلاصه مدل

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین تعدیل شده	خطای استاندارد برآورد	دوربین - واتسن
۱	۰/۸۴۴	۰/۷۱۳	۰/۷۰۸	۰/۴۲۴۵۹۹۲	۱/۹۹۸

مقدار احتمال مربوط به فرض صفر آماری مستقل و متغیر وابسته برابر ۰/۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کوچکتر است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرض صفر  $(H_0: \rho = 0)$  مبنی بر عدم وجود ارتباط بین متغیر

### نمایه شماره ۳ همبستگی بین عوامل فرصت‌های سرمایه‌گذاری

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	{Constant}	-.101	.061		-1.665	.102
	Opportunities Factor	.745	.063	.844	11.784	.000

a. Dependent Variable: Performance Factor

## آزمون کفایت مدل آماری

این آزمون کفایت مدل استفاده شده (مناسب بودن مدل) برای آزمون رابطه بین متغیرها را مورد سنجش قرار می‌دهد. همان‌گونه که در جدول زیر مشاهده می‌شود pvalue برابر ۰/۰۰۰ است. در نتیجه مدل از کفایت لازم برخوردار بوده و برای آزمون فرضیه مناسب است.

نمایه شماره ۴ تحلیل واریانس

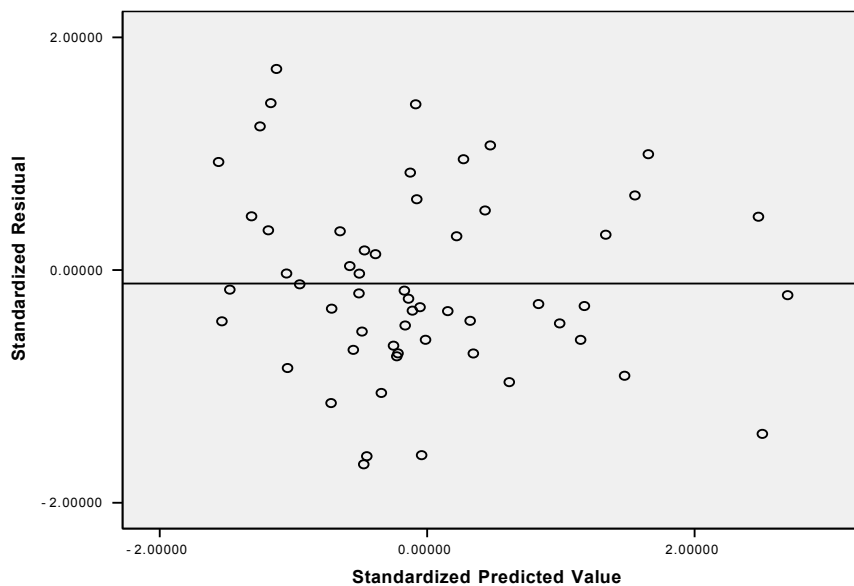
مدل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معناداری
رگرسیون	۲۹/۷۰۰	۱	۲۹/۷۰۰	۱۳۸/۸۷۲	۰/۰۰۰
باقیمانده	۱۱/۹۷۷	۵۶	۰/۲۱۴		
کل	۴۱/۶۷۷	۰/۵۷			

## آزمون فرضیات زیر بنایی آماری مربوط به فرضیه

## اصولی

در نمودار پراکنش باقیمانده‌های استاندارد شده در مقابل پیش‌بینی‌های استاندارد شده روندی مشاهده نشده و تقارن مشاهدات حول خط صفر می‌باشد بنابراین همگنی در واریانس باقیمانده‌ها را می‌توانیم مورد تایید قرار دهیم.

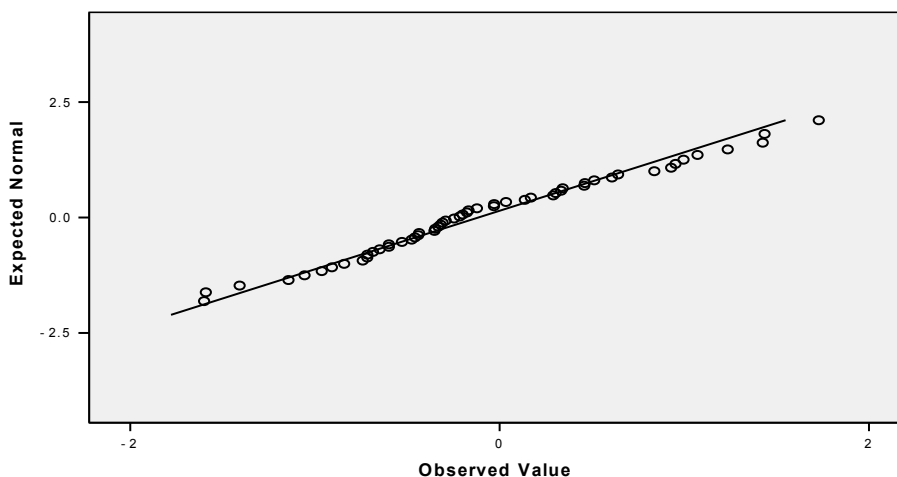
مقدار احتمال مربوط به آزمون کولموگروف اسمیرنوف برابر ۰/۲۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ بزرگتر است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ نرمال بودن باقیمانده‌ها مورد تایید قرار می‌گیرد. نمودار چندک چندک باقیمانده‌ها نیز نشان‌دهنده این موضوع است. مقدار آماره دورین واتسن برابر ۱/۹۹۸ می‌باشد که با توجه به نزدیکی آن با عدد ۲ می‌توانیم استقلال باقیمانده‌ها را بپذیریم.





نمایه شماره ۵ آزمون نرمال بودن


Normal Q- Q Plot of Standardized Residual



نمایه شماره ۶ آزمون گشت‌ها

	---
	---
	---
	---
	---

نمایه شماره ۷ آماره‌های باقیمانده

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-1.288 70	1.783 028	-.1628 73	.7218 45 49	58
Residual	-.7719 84	1.5125 88	.0000 00 0	.4583 85 30	58
Std. Predicted Value	-1.5 60	2.696	.000	1.000	58
Std. Residual	-1.6 69	1.927	.000	.991	58

a. Dependent Variable: Performance Factor

اتخاذ هرگونه تصمیمی مبنی بر اینکه در چه شرکتی سرمایه‌گذاری کنند، فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت را در سال‌های گذشته، از طریق نسبت‌های معرفی شده در این تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند و شرکت‌هایی را انتخاب کنند که دارای نسبت‌های بهتری می‌باشند.

(۲) به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با بررسی دقیق فرصت‌های سرمایه‌گذاری از طریق نسبت‌های مالی و استفاده از این فرصت‌ها مثلاً با خرید به موقع دارایی‌های بلند مدت و استفاده از فناوری جدید و استفاده از ظرفیت بلااستفاده زمین به بهبود عملکرد شرکت را فراهم آورند.

نمایه شماره ۸ خلاصه نتایج آزمون فرضیه

فرضیه	شرح فرضیه	مقدار احتمالی آزمون تی	ضریب تعیین شده مدل	ضریب تعدیل نهایی آزمون	نتیجه
فرضیه یک	بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.	۰/۰۰۰	۰/۷۰۸	۰/۷۱۳	تایید فرضیه

#### فهرست منابع

- (۱) اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ تلنگی، احمد، ۱۳۸۴، همسنجی بازده و ریسک فرصت‌های جایگزین سرمایه‌گذاری در ایران، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۱۳ و ۱۴.
- (۲) اسماعیل پور، مجید، ۱۳۸۱، ملاحظات اساسی در فرآیند بودجه بندی سرمایه ای، مجله بورس، شماره ۳۲، ص ۵۸.

برای آزمون استقلال، از آزمون گشت‌ها (Runs) نیز استفاده شده که مقدار احتمال آن برای بررسی فرض صفر استقلال برابر  $0/787$  می‌باشد که از  $0/05$  بزرگ‌تر است بنابراین استقلال را می‌توانیم مورد تایید قرار دهیم.

در قسمت آماره‌های باقیمانده خروجی کمینه و بیشینه باقیمانده‌ها استاندارد شده بین ۳ و ۳ قرار دارند بنابراین در این مدل مشکل وجود مقادیر پرت افتاده مشاهده نمی‌شود. بدین ترتیب نتایج حاصل از مدل به علت برقراری تمام فرضیات زیر بنایی قابل اعتماد و تعمیم می‌باشد.

#### ۶ نتیجه‌گیری و پیشنهادات

هدف از فرصت‌های سرمایه‌گذاری روی آوردن به بازار و کسب سود و افزایش ثروت می‌باشد. یکی از راه‌های افزایش ثروت سهامداران استفاده مناسب از فرصت‌ها است. بنابراین ارائه اطلاعاتی که بتواند سهام‌داران را در ارزیابی فعالیت‌ها و توانایی واحدهای تجاری و انتخاب، برای سرمایه‌گذاری یاری رساند، ضروری است.

در پژوهش حاضر ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها مورد آزمون قرار گرفته است. فرضیه تحقیق نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با بازده حقوق صاحبان سهام، سود هر سهم و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد به طور کلی در راستای تحقیق انجام شده می‌توان گفت که:

- (۱) اطلاعات گذشته می‌تواند مبنای مناسبی برای تصمیم‌گیری در آینده باشد. با توجه به اینکه نتایج این تحقیق نشان می‌دهد بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت رابطه وجود دارد به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از جمله سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که قبل از

- “investment opportunity set and corporate Debt and dividend policies of Korean companies” review of Quantitative finance and Accounting, 10-1999 P 401.
- 13) Ferdinand A Gul-Judy S.L.Tsui “ A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses: Evidence from audit prancing” Journal of Accounting and Economics 4-1998 P 219.
- 14) Marion R. Hutchinson " An Analysis of the Association Between Firms' Investment Opportunities, Board Composition, and Firm Performance" The University of Queensland-Accounting and Accountability: February 25, 2004
- 15) Sanjay Kallapur-Mark A. tromBley “The association between investment opportunity set proxies and realized growth” Journal of business Finance and Accounting 26(3), (4) April/May 1999
- ۳) برومند، راهبه، ۱۳۸۸، ارتباط فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور.
- ۴) پارسائیان، علی، خدارحمی، بهروز، ۱۳۸۴، تئوری‌های نوین سرمایه‌گذاری، اثر رابرت هاگن، انتشارات ترمه
- ۵) تهرانی، رضا، نوریخس، عسگر، ۱۳۸۲، مدیریت سرمایه‌گذاری، انتشارات نگاه دانش.
- ۶) رضوانی راز، کریم، ۱۳۸۳، بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و میزان بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، پایان‌نامه دوره کارشناسی ارشد، به راهنمایی: دکتر حمید حقیقت.
- ۷) زمان‌پور، علیرضا، ۱۳۸۳، بررسی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، پایان‌نامه دوره کارشناسی ارشد، به راهنمایی دکتر قائمی.
- ۸) شباهنگ، رضا، ۱۳۸۲، “تئوری حسابداری جلد اول، انتشارات مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، سازمان حسابرسی چاپ سوره
- ۹) مدرس، احمد؛ عبدالله‌زاده، فرهاد، ۱۳۷۸، مدیریت مالی جلد اول، انتشارات چاپ و نشر بازرگانی، چاپ اول.
- ۱۰) مهرانی، کاوه، ۱۳۸۳، چهارچوبی برای تجزیه و تحلیل سیاست‌های تقسیم سود، مجله حسابداری، سال شانزدهم، شماره ۱۴۴، صفحه ۷.
- 11) Bikki Jaggi-Ferdinand A Gul “ An analysis of joint effects of investment opportunity set , Free cash flow and size on corporate Debt policy” reviewed of Quantitative Finance and Accounting 12(1999):P371.
- 12) Ferdinand A.gul-Burch T. Kealey

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> -Sanjay Kallapur  
<sup>2</sup> - Mark A.Trombly  
<sup>3</sup> - Bikki Jaggi  
<sup>4</sup> -Ferdinand AGul