

بررسی رابطه بین معیارهای سودآوری، بازده مورد انتظار با کارایی سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حمید نظری^۱

محسن دارایی^۲

تاریخ دریافت: ۹۴/۲/۶

تاریخ پذیرش: ۹۴/۶/۲۸

چکیده:

هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین معیارهای سودآوری، بازده مورد انتظار با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیلی- علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بررسی شده است (۶۱۲ شرکت - سال). برای تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده پژوهش از نرم‌افزارهای ۲۰ Spss، ۷ Eviews و ۱۶ Minitab استفاده شده است. نتایج پژوهش در ارتباط با تأیید فرضیه اول پژوهش نشان از آن داشت که بین معیار سودآوری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه دوم پژوهش نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که بین بازده مورد انتظار و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد و در نهایت با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه سوم پژوهش نتایج بیانگر آن است که بین فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

کلمات کلیدی: معیار سودآوری، کارایی سرمایه‌گذاری، بازده مورد انتظار، فرصت‌های رشد.

۱- کارشناسی ارشد حسابداری - (نویسنده مسئول)، hamidnazary16@gmail.com

۲- کارشناسی ارشد مدیریت صنعتی (گرایش مالی)

۱- مقدمه

تشکیل شرکت‌های بزرگ و به دنبال آن، مسائل مربوط به تفکیک مالکیت از مدیریت، در اواخر سده نوزدهم و اوایل سده بیستم در سطح جهانی مطرح شد. توجه به موضوع عملکرد بهینه به شکل کنونی ابتدا در دهه ۱۹۹۰ در انگلستان، آمریکا و کانادا و در پاسخ به مشکلات مربوط به کارایی تصمیم‌گیری‌های هیات مدیره شرکت‌های بزرگ مطرح گردید. اما بحران‌های مالی سال‌های اخیر، منجر به تأکید بیشتری به برقراری مکانیزم‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد بهینه صحیح در این منطقه و سایر کشورهای دنیا گردیده است. عامل اصلی ایجاد بحران‌های یاد شده، عدم توانایی مدیران در استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری و تقسیم صحیح سود بین سهامداران این شرکت‌ها بود. به تدریج دستگاه‌های حکومتی، عامه مردم و بخش‌های خصوصی دریافته‌اند که با از بین رفتن اطمینان در میان سرمایه‌گذاران در ارتباط با پیش‌بینی‌های مربوط به جریان‌های نقدی آتی، مسیر جریان‌های سرمایه‌گذاری به سرعت تغییر کرده و با حذف جریان‌های سرمایه‌گذاری و کاهش منابع مالی، بنگاه‌ها با سقوط ناگهانی مواجه خواهند شد. این قبیل بحران‌ها، از یک سو بیانگر مشکلات و چالش‌های یک جهان مشارکتی بوده و از سوی دیگر، نشان دهنده اهمیت وجود ساختارهای مالکیتی صحیح، نهادهای مالی کارآمد، قوانین بانکداری شفاف، استانداردهای حسابداری، نظام نامه‌های مالی کارا و دسترسی به اطلاعات صحیح و به موقع هستند. تمامی این موارد، بر آثار پیامدهای منفی فعالیت‌های مبتنی بر روابط در مقایسه با فعالیت‌های بازار محور دلالت دارد.

۲- بیان مسئله:

در دنیای سرمایه‌گذاری امروز تصمیم‌گیری شاید مهم‌ترین بخش از فرایند سرمایه‌گذاری باشد که طی آن سرمایه‌گذاران در جهت حداکثر کردن منافع و ثروت خویش، نیازمند اتخاذ تصمیمات بهینه می‌باشند (چوی و همکاران، ۲۰۱۲) در این ارتباط مهم‌ترین عامل فرایند تصمیم‌گیری اطلاعات مربوط به سودآوری شرکت‌ها است. اطلاعات می‌تواند بر فرایند تصمیم‌گیری تأثیر بسزایی داشته باشد. زیرا موجب اخذ تصمیمات متفاوت در افراد متفاوت می‌شود. یکی از اطلاعات اساسی که مبنای تصمیم‌گیری در ارتباط با انجام سرمایه‌گذاری است، ریسک شرکت می‌باشد (چان و همکاران، ۲۰۰۶).

نظریه‌پردازان بازارهای اوراق بهادار، گزارش‌گری مالی را مهم‌ترین منبع اطلاعاتی سرمایه‌گذاران می‌دانند. به همین دلیل یکی از اهداف حسابداری و تهیه صورت‌های مالی فراهم کردن اطلاعات به منظور تسهیل تصمیم‌گیری است. یکی از موارد با اهمیت در گزارشگری مالی و افشا، توجه به میزان و سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است (اسنیس و همکاران، ۲۰۰۰).

فاما و فرنچ (۲۰۰۸) در پژوهش خود به این نتیجه رسید که همواره افزایش ریسک شرکت با افزایش نسبت قابل توجهی از سرمایه‌گذاری همراه بوده است. ساختار بهینه مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، عاملی تأثیرگذار در نوسانات سرمایه‌گذاری بوده و به عنوان ابزارهای تأثیرگذار مدیریت نقش به‌سزایی در ایجاد جریان‌های نقدی آتی شرکت‌ها دارد (فیررو و ویلیامز، ۲۰۰۳).

در اقتصاد رو به رشد مدیران سرمایه‌گذار و مدیران پرتفوی، همواره به دنبال گزینه‌های مناسب سرمایه‌گذاری هستند تا بتوانند هم سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلندمدت ثروت خود را افزایش دهند (کامپیل و همکاران، ۲۰۰۸). بازارهای مالی یکی از محافظی هستند که می‌توانند انگیزه سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران متجلی سازند (ایسفلدت و پاپانیکیولا، ۲۰۱۱). بازار سرمایه با توجه به نوسانات اقتصادی همیشه تغییرات قیمت سهام و بازده سهام را تجربه کرده است. تغییرات قیمت سهام در شرکت‌ها برخی از متغیرهای تاثیرگذار بر بازده واقعی را مورد تأثیر قرار داده و انباشت بیش از حد ارزش افزوده سرمایه ناشی از نوسانات مثبت قیمت سهام، بازدهی مورد انتظار سهام را دگرگون خواهد نمود (فنگ چن، ۲۰۱۰).

نکته‌ای که باید بدان اشاره نمود، این است که در عمل سرمایه‌گذاران چندان به متغیر ریسک در کنار کیفیت سرمایه‌گذاری توجهی نمی‌کنند و یا به عبارتی دیگر به ریسک تحت عنوان یک معیار مهم برای سرمایه‌گذاری بها نمی‌دهند (ژانگ، ۲۰۰۵). در واقع آن چیزی که بازدهی مورد انتظار یک شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، در حالت کلی وضعیت درون سازمانی و برون سازمانی است، به عنوان مثال ریسک تجاری و سودآوری دو عامل اساسی در برآوردهای مربوط به بازده مورد انتظار سهام محسوب می‌شوند (آهن و همکاران، ۲۰۰۶).

معیار سنجش کیفیت سرمایه‌گذاری در طول دوره مورد نظر میزان سودآوری آن بوده و بیشتر نشأت گرفته از نوسانات بازده واقعی دوره‌های پیشین شرکت‌ها می‌باشد (چان و همکاران، ۲۰۰۱). پس اگر سرمایه‌گذار مجموعه عوامل درون سازمانی و برون سازمانی را در ارتباط با بازدهی مد نظر قرار دهد، قطعاً به نتایج مطلوبی خواهد رسید (هو و همکاران، ۲۰۱۱). زمان‌بندی بازدهی مورد انتظار شرکت‌ها به عنوان متغیر تعدیل‌گر در مدل پژوهش بیاکسیا و ایکسیو (۲۰۰۷) نشان از گسیختگی و پراکندگی قیمت‌ها در طول دوره‌های بلند مدت داشته و می‌تواند به عنوان عامل نهادی در پیش بینی ریسک و سودآوری شرکت باشد.

شرکت‌ها نقش بسیار حساس و مهمی را در اقتصاد کشورها بر عهده دارند. در واقع شرکت‌ها از جمله قدیمی‌ترین، فعال‌ترین و گسترده‌ترین مراکز تولیدی و خدماتی مالی و سودآوری هستند که نقش غیر قابل انکاری در جمع‌آوری و توزیع مطلوب منابع مالی در اقتصاد را بر عهده دارند (ناوی - مارکس، ۲۰۰۹). سودآوری از جمله عوامل تاثیرگذار در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها به حساب می‌آید (ناوی - مارکس، ۲۰۱۱). عوامل مؤثر بر سودآوری شرکت‌ها را می‌توان به عوامل داخلی (تحت کنترل مدیریت شرکت‌ها) و عوامل خارجی (خارج از کنترل مدیریت شرکت‌ها) تقسیم نمود (کارلسون و همکاران، ۲۰۰۴).

اسنیس و همکاران (۲۰۰۰) بیان داشتند که سرمایه‌گذاران در ارتباط با خرید انواع سبد سهام پیش روی، حساسیت‌های متفاوتی از خود نشان داده و بیشترین توجه خود را معطوف به بازدهی مورد انتظار سهام در سال مورد بررسی می‌نمایند. سرمایه‌گذاران شرکت‌ها و خریداران سهام بیشتر تحت تأثیر میزان نوسانات سود شرکت‌ها قرار گرفته و بازده مورد انتظار سهام را بر بازدهی واقعی برای در نظر گرفتن مبنای سرمایه‌گذاری ترجیح می‌دهند (کامپیل و همکاران، ۲۰۰۸).

با توجه به منابع تأمین مالی، شرکت‌های دارای نوسانات ریسک بالا، سودآوری بالایی نیز از خود نشان می‌دهند (ایسفلدت و پاپانیکولاو، ۲۰۱۱). بنابراین تصمیمات مربوط به ساختار تأمین مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری، نقش مؤثری در کارایی و اعتبار شرکت‌ها نزد مؤسسات تأمین سرمایه خواهد داشت (فیرر و ویلیامز، ۲۰۰۳) اما اهمیت شرکت‌ها از لحاظ وسعت عملکرد، سودآوری، امکانات رشد، اندازه و نوع فعالیت، تعیین کننده نیاز مالی متنوع آنان خواهد بود (ناوی - مارکس، ۲۰۰۹).

عملکرد مالی شرکت‌ها به نوعی تأثیرپذیر از نسبت تغییرات کیفیت سرمایه‌گذاری خواهد بود، در صورتی که نوسانات جریان‌های نقد آزاد تعدیل کننده فاصله و شکاف بیش از حد این نسبت با ارزش دارایی‌های شرکت باشد (ژانگ، ۲۰۰۵) تمایل مدیران واحدهای اقتصادی دارای جریان نقد بالا و فرصت‌های رشد اندک، به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های اضافی (نهایی) یا حتی پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی می‌توانند از طریق ایجاد سرمایه‌گذاری‌هایی که ثروت سهام‌داران را بیشینه نمی‌کند، مشکلات نمایندگی و تضاد منافع را افزایش داده و سودآوری شرکت‌ها را به شدت کاهش دهد (کامپبل و همکاران، ۲۰۰۸).

یکی از ملزومات اولیه و پیش نیازهای اصلی برای قرار گرفتن در مسیر توسعه، تأمین و تخصیص سرمایه و منابع مالی به شکل مطلوب است که در این میان نقش و جایگاه نهادها و مؤسسات مالی اهمیت می‌یابد که به نوعی در تجهیز، تأمین و گردآوری سرمایه و منابع مالی از یک طرف و از طرف دیگر در تخصیص و توزیع مطلوب آن موثرند (چوی و همکاران، ۲۰۱۲). وجود بدهی در ساختار مالی شرکت‌ها بدلیل مزیت مالیاتی، موجب افزایش سود حسابداری و به تبع آن افزایش نرخ بازده مورد انتظار سهام می‌گردد و از سوی دیگر بدلیل وجود هزینه‌های بهره و احتمال عدم ایفای تعهدات در سررسید، سبب افزایش ریسک مالی و در نتیجه افزایش سود انباشته و به تبع آن کاهش بازده سهام می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۱۰). مدیریت مالی با تصمیم‌گیری درباره بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام، منابع مالی را تأمین می‌کند و با تصمیم‌گیری درباره دارایی‌های جاری، دارایی‌های بلندمدت و سرمایه‌گذاری‌ها، آن‌ها را بکار می‌برد (فاما و فرنچ، ۲۰۰۶). معیارهای رشد شرکت یکی از ابزارهای بسیار مهم و اساسی برای تصمیم‌گیری‌های مدیریت محسوب می‌شود (فیرر و ویلیامز، ۲۰۰۳).

عوامل تاثیرگذار بر ریسک شرکت مانند ارزش شرکت، اهرم مالی و اندازه شرکت عموماً جزء عوامل درونی شرکت محسوب شده و نشأت گرفته از سرمایه‌گذاری‌هایی است که در گذشته رخ داده است (هو و همکاران، ۲۰۱۱). یکی از عوامل تاثیرگذار در نسبت تغییرات سرمایه‌گذاری تفکرات مدیران است که نشأت گرفته از سیاست‌های سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشد (فنگ چن، ۲۰۱۰). انجام سرمایه‌گذاری‌های قابل توجه به همراه افزایش مخارج سرمایه‌ای، نسبت اهرم مالی شرکت‌ها را نیز تغییر داده و یکی از عوامل با اهمیت و فزاینده ریسک سیستماتیک شرکت‌ها محسوب می‌شود (بیاکسیا و ایکسیو، ۲۰۰۷).

عدم توجه به رابطه بین سودآوری و بازده مورد توقع سرمایه‌گذاران به عدم کارایی بازار کمک می‌کند و باعث می‌شود بازار سرمایه ایران، همواره غیر کارا و خارج از حالت تعادل باقی بماند. این

عدم انطباق موجب خروج سرمایه‌ها از این بازار جوان و یا جلوگیری از ورود سرمایه‌های جدید به آن خواهد شد، لذا وجود یک مدل که بتواند معیارهای ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران و بازدهی را در تعیین ارزش سهام پوشش دهد و به حرکت بورس اوراق بهادار تهران در جهت کارآمدی بیشتر کمک نماید، ضروری به نظر می‌رسد (عباسیان و همکاران، ۱۳۸۴). بنابراین، در مدل‌های جدید پیشنهادی هم از تفاوت‌های منفی و هم از تفاوت‌های مثبت جهت تخمین کارایی سرمایه‌گذاری و رقابت‌پذیری سرمایه‌گذاران استفاده می‌شود، تا از این طریق بسیاری از مشکلات تشریح شده در بالا در ارتباط با برآوردهای بازده مورد انتظار سهام مرتفع گردد. اهمیت این پژوهش را می‌توان چنین بیان نمود که این ضرورت احساس می‌شود که به مدلی دست پیدا کنیم تا بتواند از نظر کیفی رابطه بین بازده مورد انتظار سهام، سودآوری با کارایی سرمایه‌گذاری را به نحو مطلوبی تبیین نماید و بتواند تصویری روشن از وضعیت بورس اوراق بهادار تهران ارائه نماید.

جذب سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشورمان با توجه به نوپا بودن بازار سرمایه نسبت به کشورهای پیشرفته از نظر مدیران بسیار با اهمیت بوده و در راستای رسیدن به این هدف شناسایی روابط عواملی مانند: معیار سودآوری، بازده مورد انتظار، و فرصت‌های رشد شرکت و تاثیرگذاری آن بر کارایی سرمایه‌گذاری، می‌تواند راه‌گشای اساسی در دستیابی به هدف غایی شرکت‌ها باشد. این پژوهش به بررسی رابطه بین معیارهای سودآوری، بازده مورد انتظار با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است.

۳- پیشینه پژوهش:

۳-۱- تحقیقات انجام شده در خارج از کشور

چوی و همکاران^۳ (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «پیش بینی تغییرات سود سهام و سودآوری آتی شرکت‌ها» به بررسی تأثیر عوامل پیش بینی تغییرات سود سهام و سودآوری آتی شرکت‌ها پرداختند. بسیاری از پژوهش‌گران قبلی در ارتباط با سیاست‌های تقسیم سود مطالعات متعددی را انجام داده‌اند. هنگامی که مذاکرات پیوسته در ارتباط با محتوای اطلاعاتی تقسیم سود (ICD) و دارایی‌های شرکت‌ها وجود دارد آن‌ها فرضیه‌هایی با توجه به بازار سرمایه کشور کره تدوین و فراهم کرده و مجموعه‌ای از فرضیه‌های آزمایشی قابل ملاحظه با توجه به مفاهیم مربوط به حاکمیت شرکتی تدوین نموده‌ایم. آن‌ها یافتند که حمایت فرضیه‌های ICD از الگوی غیر خطی آتی مربوط به سود می‌باشد. آن‌ها یافتند که پیش بینی‌های مربوط به تغییرات سود سهام با نسبت سودآوری آتی شرکت‌ها رابطه مستقیمی دارد. اگر چه هنگامی که آن‌ها نمونه‌های مورد بررسی خودش را به بخش‌های مختلف در مقابل هم (رشد سودآوری بالا و پایین) تقسیم بندی کرده بود، به این نتیجه رسید که فرضیه‌های در ارتباط با ICD مربوط به پیش بینی‌های آتی بوده، خصوصاً برای شرکت‌هایی که سطح رشد آن‌ها پایین‌تر از سطح نرمال بوده، قابل اثبات تر بوده است. بنابراین آن‌ها

نشان دادند که اعتبار فرضیه‌های مربوط به ICD ممکن است به برخی از خصوصیات شرکت مانند ساختار حاکمیت شرکتی و درجه رشد شرکت‌ها مربوط باشد. این پژوهش از تحقیق چوی و همکاران (۲۰۱۲) پیروی کرده است.

هو و همکاران^۴ (۲۰۱۳)، در پژوهشی تحت عنوان «پیش بینی جریان‌های نقدی، هزینه سرمایه و بازده مورد انتظار» به بررسی رابطه بین سه متغیر پرداختند. آن‌ها با توجه به پیش بینی‌های سود شرکت‌ها بر مبنای مدل‌های و شاخص‌های مربوط به جریان‌های نقدی پیش بینی شده و برآوردی بر روی هزینه سرمایه شرکت‌ها تاکید و نمونه‌های بزرگی از شرکت‌ها را مابین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۱ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها یافتند که پیش بینی‌های سود بر مبنای پیش بینی‌های دیگر در ارتباط با پیش بینی‌های جریان‌های نقدی بوده و بر گرفته از ضرایب مربوط به پیش بینی‌های سود است. همچنین در ارتباط با هزینه سرمایه و ارتباط آن با بازده مورد انتظار سهام به این نتیجه رسیدند که شاخص مرتبط با بازده مورد انتظار همان پیش بینی‌های مربوط به بازده سهام می‌باشد. آن‌ها همچنین شواهدی را در ارتباط با تأیید رابطه معنادار بین سطح خصوصیات مربوط به بازده مورد انتظار شرکت و جریان‌های نقدی پیش بینی شده دست یافتند و آن را بر مبنای مدل پایه ای هزینه سرمایه تعدیل نمودند.

فنگ چن^۵ (۲۰۱۲)، طی تحقیق تحت عنوان «کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌های خصوصی در بازارهای نوظهور» به بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی (FRQ) در شرکت‌های خصوصی در بازارهای نوظهور و ارتباط آن با کارایی سرمایه گذاری پرداخت. وی با استفاده از داده‌های بانک جهانی در مورد شرکت‌ها به این نتیجه رسید که کیفیت گزارشگری مالی بصورت مثبت با کارایی سرمایه گذاری در ارتباط است. همچنین وی دریافت که تأمین مالی از طریق بانک در حال افزایش است و انگیزه‌های برای به حداقل رساندن درآمد برای مقاصد مالیاتی در حال کاهش است. این چنین ارتباطی بین انگیزه‌ها برای دادن مالیات کمتر و نقش اطلاعاتی درآمد، غالباً در تاریخچه تحقیقات، اظهار شده است. یکی از اهداف کیفیت گزارشگری مالی، تسهیل اختصاص کارآمد سرمایه است. یکی از جنبه‌های مهم این نقش، بهبود تصمیمات سرمایه گذاری شرکت‌هاست. نتایج تحقیق وی حاکی از تأیید فرضیه وی مبنی بر این که افزایش شفافیت مالی این پتانسیل را دارد که مشکلات هم سرمایه گذاری کمتر از حد و هم سرمایه گذاری بیشتر از حد را کاهش دهد، می‌باشد. با این وجود، این یافته‌ها اغلب محدود به شرکت‌های بزرگ عام در ایالات متحده آمریکا است.

سیا دینگ و همکاران (۲۰۱۲)، در پژوهشی بر مبنای داده‌هایی از شرکت‌های چینی در دوره بین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۷ به تفاوت بین انواع مالکیت بر مبنای تجزیه و تحلیل رابطه پیوستگی بین سرمایه‌گذاری ثابت، سرمایه در گردش و محدودیت‌های مالی پرداختند و این پژوهش نیز به نوعی از پژوهش دینگ و همکاران در سال ۲۰۱۲ پیروی می‌کند. آن‌ها یافتند که شرکت‌هایی با خصوصیات

4 - Hou et al

5 - Feng Chen

سرمایه در گردش بالا نشان دهنده حساسیت‌های بالا نسبت به سرمایه گذاری در جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه در گردش (WKS) و حساسیت‌های پایین نسبت به سرمایه گذاری در جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه ثابت (FKS) می‌باشند. آن‌ها به طور همزمان ساختار WKS و FKS را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و با معیارهایی مانند تأمین مالی داخلی، محدودیت‌ها، FKS با سطح پایین و WKS با سطح بالا و نرخ سرمایه‌گذاری ثابت بالا مقایسه کردند. نتایج آن‌ها نشان داد که فعالیت‌های مربوط به مدیریت سرمایه در گردش بالا ممکن است، در کاستن اثرات محدودیت‌های مالی بر سرمایه‌گذاری ثابت کمک کند.

بروچت و همکاران^۶ (۲۰۰۸)، به بررسی نقش اقلام تعهدی در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی و بازده سهام پرداختند. ایشان با بررسی نقش نقدینگی و اجزای تعهدی و سود حسابداری در پیش‌بینی جریان‌های نقدی به این نتیجه رسیدند که بر مبنای میانگین، اقلام تعهدی، بیشتر قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی جاری را دارا هستند، تا این‌که جریان‌های نقدی آتی را پیش‌بینی کنند. در واقع، این تحقیق آشکار کرد که اقلام تعهدی مثبت در پیش‌بینی جریان‌های نقدی جاری موثرتر از پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی‌اند و این‌که اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی قابلیت بیشتری را در پیش‌بینی بازده واقعی سهام، دارا هستند.

کوپن و ویکی (۲۰۰۸)، به بررسی رابطه بین کیفیت سود و سرمایه گذاری دارایی‌های سرمایه ای طی سال‌های ۲۰۰۵-۱۹۸۸ پرداخته‌اند. نتایج پژوهش نشان داد شرکت‌هایی که کیفیت سود کمتری دارند، منابعشان را کمتر به دارایی‌های سرمایه ای تخصیص می‌دهند و «نرخ بازده دارایی» کمتری دارند.

کیمی هارادا و پاسکال گوئین (۲۰۰۶)، در تحقیقی به بررسی عوامل تأثیر گذار بر سیاست تقسیم سود پرداختند. نمونه مورد بررسی آن‌ها شامل شرکت‌های درجه یک یا دو بورس سهام توکیو در دوره زمانی آوریل ۱۹۹۵ تا مارس ۲۰۰۲ بود. متغیرهای اصلی این تحقیق شامل نسبت پرداخت سود (نسبت سود تقسیمی به درآمد عملیاتی)، بازده سود (نسبت سود تقسیمی به ارزش دفتری سهام)، اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها) و سودآوری (نسبت بازده دارایی‌ها) بودند. هم‌چنین متغیرهای کنترلی نیز شامل فرصت‌های سودآوری، اهرم مالی و تمرکز. نتایج نشان داد که با افزایش سودآوری، سودهای نقدی نیز افزایش یابد و حتی با افزایش فرصت‌های سرمایه گذاری پرداخت این سودها قطع خواهد شد. هم‌چنین در بین متغیرهای کنترل، اندازه شرکت باعث کاهش نسبت پرداخت سود و بازده سود می‌شد. شرکت‌هایی که سودآورتر بودند از نسبت پرداخت سود بالایی برخوردار بودند، هرچند که این تقسیم سود به نسبت کمتر از سود کسب شده بود.

آهن و همکاران^۷ (۲۰۰۶)، در پژوهشی به «بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری» در شرکت‌های متنوع برای بورس لندن طی سال‌های ۱۹۸۲-۱۹۹۷ پرداخته‌اند. خلاصه نتایج پژوهش حاکی از این مطلب است که اهرم مالی بر سرمایه گذاری تأثیری منفی دارد. هم‌چنین شرکت‌هایی

6 -Brochet et al

7 - Ahn et al

که دارای اهرم مالی بالاتری هستند، محدودیتی را بر سرمایه گذاری تحمیل می‌کنند و هرچه بدهی شرکت‌ها بیشتر باشد، سرمایه گذاری دارایی‌های سرمایه ای در آن‌ها کمتر است.

فایرر و ویلیامز^۸ (۲۰۰۳)، به بررسی ارتباط بین کارایی ارزش افزوده سرمایه فکری، سرمایه انسانی و سرمایه ساختاری با سودآوری، بهره‌وری و ارزش بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ژوهانسبورگ پرداختند. با استفاده از تحلیل هم بستگی و رگرسیون خطی، نتایج حاکی از آن بود که سرمایه فکری، مهم‌ترین سازه تعیین کننده عملکرد این شرکت‌هاست.

چان و همکاران^۹ (۲۰۰۱) به بررسی معیار سنجش کیفیت سرمایه گذاری پرداخته و نتایج حاکی از آن بود که معیار سنجش کیفیت سرمایه گذاری در طول دوره مورد نظر میزان سودآوری آن بوده و بیشتر نشأت گرفته از نوسانات بازده واقعی دوره‌های پیشین شرکت‌ها می‌باشد.

بارث و همکاران^{۱۰} (۲۰۰۱)، با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره به بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و اجزای سود تعهدی پرداختند. در این تحقیق از اجزای اقلام تعهدی و اقلام تعهدی به صورت یک رقم کلی برای پیش‌بینی جریان نقدی استفاده شد. نتایج این تحقیق نشان داد که جریان نقدی و اجزای اقلام تعهدی در مقایسه با سودهای وقفه دار، توانایی بهتری برای پیش‌بینی جریان نقدی آتی دارند. همچنین، نتایج تحقیق آشکار کرد که اجزای تعهدی سود، قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی را به طور چشم‌گیری افزایش می‌دهند.

۳-۲- تحقیقات انجام شده در داخل کشور

تهرانی و حصارزاده (۱۳۹۳)، به بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت تأمین مالی بر سطوح سرمایه گذاری در ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و سطوح بالای سرمایه گذاری، مستقیم و به لحاظ آماری، معنی دار است. بین محدودیت در تأمین مالی و سطوح پایین سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی داری وجود ندارد.

کریمی و صادقی (۱۳۹۲)، در تحقیق خود به بررسی سرمایه گذاری دارایی‌های سرمایه ای و محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری متشکل از ۱۴۸ شرکت تولیدی در دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰ می‌باشد. در این پژوهش از نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به حقوق صاحبان سهام به عنوان محدودیت‌های مالی داخلی و از اندازه شرکت به عنوان محدودیت مالی خارجی استفاده شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش الگوی تصحیح خطا (ECM) حاکی از وجود رابطه معنی دار و مثبت بین اندازه شرکت و حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان‌های نقدی است و بنابر این

8 - Chen et al

9 - Firer et al

10 -Barth et al

با افزایش محدودیت‌های مالی خارجی، حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان‌های نقدی نیز در حال افزایش است. نتایج دیگر پژوهش نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقدی عملیاتی و حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان‌های نقدی رابطه ای معنی دار و منفی وجود دارد. بنابراین با کاهش محدودیت‌های مالی داخلی، حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان‌های نقدی افزایش یافته است. کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹)، در تحقیق خود به بررسی محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش، اطلاعات مالی ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های با محدودیت مالی، نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی بالاتری برخوردارند و در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، بر جریان‌های نقدی داخلی، تاکید بالایی می‌کنند.

تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸)، به بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری در ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و بیش سرمایه‌گذاری مستقیم و به لحاظ آماری معنی‌دار است. بین محدودیت در تأمین مالی و کم سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷)، در خصوص میزان بهینه سرمایه‌گذاری، به بررسی کیفیت گزارش‌گری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش، حاکی از تأثیر کیفیت گزارش‌گری مالی، بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری است. نتایج حاکی از آن است که کیفیت گزارش‌گری مالی از طریق کاهش بیش (کم) سرمایه‌گذاری، می‌تواند موجب ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری گردد. شهریار و احمدی (۱۳۸۶)، برای تعیین میزان بهینه سرمایه‌گذاری در بازار بورس اوراق بهادار با رویکرد ارزش در معرض ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی محدود به سال ۱۳۸۴ شامل ۴ شرکت گروه خودرو سازی بهمن و سایپا و شرکت‌های سرمایه‌گذاری بانک ملی و سرمایه‌گذاری غدیر ابتدا از روش‌های پارامتریک نظیر روش‌های واریانس-کواریانس ساده و بر مبنای واریانس شرطی اتو رگرسیون و واریانس شرطی اتو رگرسیون تعمیم یافته، جهت اندازه‌گیری ارزش در معرض ریسک پرتفولیوی سهام چهار شرکت و هم‌چنین اوزان بهینه سرمایه‌گذاری در سهام چهار شرکت، در بازار بورس اوراق بهادار تهران استفاده نمودند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که، سرمایه‌گذار بهتر است، بیشترین وزن سرمایه‌گذاری را به سهم سرمایه‌گذاری بانک ملی و کمترین وزن سرمایه‌گذاری را به سهم سرمایه‌گذاری غدیر اختصاص دهد.

شیخ و صفروپور (۱۳۸۶)، در تحقیقی، به بررسی تأثیر دوره سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۵ بر اساس میانگین سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و بلندمدت ترازنامه، و تقسیم شرکت‌های سرمایه‌گذاری به دو گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری با دوره سرمایه‌گذاری بلندمدت و شرکت‌های سرمایه‌گذاری با دوره

سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آن‌ها نشان داد که دوره سرمایه‌گذاری عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد و شرکت‌های با دوره سرمایه‌گذاری بلندمدت و کوتاه‌مدت عملکرد یکسانی دارند که البته براساس شاخص قیمت و بازده نقدی به عنوان شاخص مبنا، عملکردی ضعیف‌تر از بورس داشته‌اند و براساس شاخص ۵۰ شرکت فعال، عملکردی برابر با بورس داشته‌اند.

نمازی و شیرزاد (۱۳۸۴)، در پژوهش خود تحت عنوان «بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌ها» نشان دادند که بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها رابطه مثبتی وجود دارد، اما این رابطه از نظر آماری ضعیف است؛ رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری بستگی به صنعت نیز دارد و ساختار بهینه سرمایه را می‌توان در صنایع گوناگون تعیین کرد. هم‌چنین، رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری در صنایع مختلف، بستگی به تعریف سودآوری دارد.

علی جهانخانی و سعید قربانی (۱۳۸۴)، در مورد بررسی عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های ایرانی تحقیقی انجام دادند. آن‌ها نمونه‌ای از ۶۳ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران را طی یک دوره شش ساله (۱۳۷۷ الی ۱۳۸۲) با استفاده از روش‌های آماری مبتنی بر رگرسیون بررسی کردند. جهت انعکاس سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از متغیر «بازده سود سهام نقدی» استفاده کردند. روش تحقیق به کار گرفته شده در این مطالعه، از نوع روش شبه آزمایشی بود. با توجه به نتایج آماری حاصل از آزمون مدل تحقیق، رابطه معناداری میان نظریه رشد و توسعه، و سیاست تقسیم سود شرکت، به چشم نمی‌خورد. نظریه اثر ریسک بر سیاست تقسیم سود تأیید می‌گردد. یعنی با افزایش میزان ریسک، سیاست تقسیم سود شرکت‌ها جهت معکوس را می‌پیماید. اثر نظریه نمایندگی، بر خلاف نتایج مطالعات انجام شده توسط روزف، در این تحقیق به تأیید نرسید. نتایج نشان داد که هر چه شرکت‌ها از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری برخوردار باشند، پیروی شرکت از سیاست انقباضی تقسیم سود بیشتر است.

سیفی (۱۳۸۳)، رابطه بین کل اقلام تعهدی، اقلام تعهدی جاری و اقلام تعهدی غیر جاری را با بازده سهام با در نظر گرفتن طول مدت سرمایه‌گذاری مورد مطالعه قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها حاکی از این است که بین کل اقلام تعهدی، اقلام تعهدی جاری و اقلام تعهدی غیر جاری با بازده سهام رابطه‌ای معنی‌دار وجود ندارد. افزون بر این بین اقلام تعهدی جاری و کل اقلام تعهدی در تاثیرگذاری بر بازده سهام تفاوت معنی‌داری ملاحظه نمی‌شود. نتیجه دیگر پژوهش نشان می‌دهد که در سرمایه‌گذاری کوتاه مدت نسبت به سرمایه‌گذاری بلند مدت میزان تأثیر اقلام تعهدی بر بازده سهام قوی‌تر است.

تحقیقات دانشگاهی زیادی چه در داخل کشور و چه در خارج از کشور در ارتباط با معیارهای سودآوری و تأثیر عوامل مختلف بر آن صورت گرفته است، اما با این وجود بیشتر این تحقیقات معطوف به تأثیر عوامل و متغیرهای مختلف بر سیاست‌ها و قوانین درون شرکتی بوده و تا به حال تحقیقی در خصوص بررسی رابطه بین معیارهای سودآوری، بازده مورد انتظار با کارایی سرمایه‌گذاری، در ایران انجام نگرفته است، لذا این پژوهش کاملاً جدید بوده و با جنبه نوآورانه خود به دنبال ارتقای مبانی

نظری و غنی‌تر نمودن ادبیات موضوع حاضر است.

□ ۴- فرضیه‌های پژوهش

پس از بررسی مساله پژوهش و مطالعات مقدماتی درباره جواب‌های ممکن، برای پاسخ به سؤالات مطرح شده در قسمت بیان مسأله، فرضیه‌های زیر تدوین شده‌اند:

بین معیار سودآوری با کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

بین بازده مورد انتظار با کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

بین فرصت‌های رشد با کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

□ ۵) تعریف متغیرها و نحوه محاسبه آن‌ها

متغیرهای این پژوهش به سه گروه طبقه بندی می‌شود:

متغیر وابسته:

کارایی سرمایه گذاری شرکت i در سال t .

متغیرهای مستقل:

معیار سودآوری شرکت i در سال t .

بازده مورد انتظار شرکت i در سال t .

فرصت‌های رشد شرکت i در سال t .

متغیرهای کنترلی:

ارزش بازار شرکت i در سال t .

جریان‌های نقد آزاد شرکت i در سال t .

نسبت سود شرکت i در سال t .

۵-۱- کارایی سرمایه گذاری $(qInv_{i,t})$:

برابراست با مخارج سرمایه ای شرکت به کسر عواید ناشی از فروش دارایی‌های بلند مدت در شرکت (ف چن و همکاران، ۲۰۱۰). تعریف دیگر طبق استاندارد حسابداری شماره ۱۵ نوعی دارایی است که واحد سرمایه گذار برای افزایش منافع اقتصادی از طریق توزیع منافع (به شکل سود سهام، سود تضمین شده واجاره) افزایش ارزش یا سایر مزایا (مانند مزایای ناشی از مناسبات تجاری) نگهداری می‌کند.

برای محاسبه متغیر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت از پژوهش چان و همکاران (۲۰۰۱) پیروی کرده که نحوه محاسبه آن از طریق فرمول زیر می‌باشد:

$$qInv_{i,t} = GW - GDO$$

که در آن:

GW = برابر است با نرخ رشد دارایی‌ها که نحوه محاسبه آن به صورت زیر می‌باشد:

که در آن:

$Asset_{i,t}$ = برابر است با مجموع دارایی‌ها در سال جاری

$Asset_{i,t-1}$ = برابر است با مجموع دارایی‌ها در سال ماقبل سال جاری

$GD\ 0$ = برابر است با نرخ رشد فروش شرکت‌ها که نحوه محاسبه آن به صورت زیر می‌باشد:

$$GW = Asset_{i,t} - Asset_{i,t-1} / Asset_{i,t-1}$$

$Sal_{i,t}$ = برابر است با مبلغ فروش شرکت در سال جاری.

$Sal_{i,t-1}$ = برابر است با مبلغ فروش شرکت در سال ماقبل سال جاری.

۵-۲) معیار سودآوری ($Pro_{i,t}$):

طبق پژوهش کارلسون و همکاران (۲۰۰۴)، سودآوری قراردادهای از طریق میانگین سه عامل نسبت فروش، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان به دست خواهد آمد. طبق پژوهش یو و همکاران (۲۰۱۰)، عملکرد مالی بهینه شرکت‌ها از طریق میانگین نتایج دو فرمول مطرح شده در زیر محاسبه خواهد شد:

$$ERNCHG_{i,t} = Income / Sales(ROS) * Sales / Assets(AssetTurn)$$

که در آن:

$Income$ = برابر است با سود خالص شرکت‌ها.

$Assets$ = برابر است با ارزش دفتری دارایی‌ها.

$Sales$ = برابر است با فروش شرکت.

۹

$$Tobin\ sq_{i,t} = (mve + ps + debt) / Assets$$

mve = برابر است با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

ps = برابر است با سود انباشته.

$debt$ = برابر است با ارزش دفتری بدهی‌های شرکت.

$Assets$ = برابر است با ارزش دفتری دارایی‌ها.

۵-۳) بازده مورد انتظار ($ExpR_{i,t}$):

بازده مورد انتظار بازدهی است که سرمایه‌گذاران انتظار دستیابی به آن را برای این که احساس کنند به اندازه کافی پاداش دریافت نموده‌اند، دارند (بیاکسیا و ایکسیو، ۲۰۰۷).

همچنین عبارتست از بازده تخمینی تولید که سرمایه‌گذاران انتظار دارند در یک دوره آینده بدست آورند (فنگ و همکاران، ۲۰۰۵). شارپ^{۱۱} در تحقیقات خود که منجر به ارائه مدل محاسبه بهای تمام شده تولیدات شده اثبات کرد که جهت‌گیری بازار ناشی از بازده موردانتظار یک اوراق بهادار منحصر به فرد است که مساوی است با بازده یک دارایی بدون ریسک به علاوه ریسک نسبی اوراق بهادار (β) ضربدار اختلاف بازده پرتفوی بازار منهای بازده دارایی بدون ریسک، که به قرار زیر است (ایسفلدت و پاپانیکولاو، ۲۰۱۱):

$$ExpR_{i,t} = r_f - \beta_i (r_m - r_f)$$

که در آن:

$ExpR_{i,t}$ = بازده مورد انتظار

r_f = بازده بدون ریسک یک دارایی

β_i = ریسک نسبی اوراق بهادار

r_m = نرخ بازده پرتفوی بازار

نرخ بازده پرتفوی (نرخ بازده کل) از مجموع تغییرات قیمت و سود نقدی تقسیمی با در نظر گرفتن مبلغی که به عنوان سرمایه پرداخت می‌شود، بدست می‌آید:

$$rm = \frac{\sum c_{i,t} D_{i,t} - \sum x_i p_i + \frac{TEP_t - TEP_{t-1}}{TEP_{t-1}}}{c_{i,t} p_{i,t} - 1}$$

که در آن:

TEP_t = شاخص سهام در پایان روز.

TEP_{t-1} = شاخص سهام در اول روز.

$X_i P$ = آورده نقدی سهامداران در افزایش سرمایه.

C_i = تعداد سهام در دوره.

D_{it} = سود نقدی هر سهم.

P_{it} = قیمت سهام در دوره.

t = دوره مورد بررسی.

۴-۵) فرصت‌های رشد ($(Log(B/M))_{i,t}$):

توانایی شرکت‌ها در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه (اعم از داخلی یا خارجی) برای تهیه سرمایه به منظور سرمایه گذاری‌ها و تهیه برنامه‌های مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت‌ها

به حساب می‌آید. فرصت‌های رشد برابر است با نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری سهام (آشکو و همکاران، ۲۰۰۶).

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

$$\text{Log}(M/B)_{i,t} =$$

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

۵-۵) ارزش بازار $(\text{Log}(ME)_{i,t})$:

ارزش بازار به مجموع ارزش روز و متعارف سهام یک شرکت گفته می‌شود. این ارزش معادل ارزش روز و جاری یک سهام ضربدر تعداد سهم‌های منتشر شده توسط یک شرکت است. در این پژوهش ارزش بازار شرکت طبق پژوهش ژانگ (۲۰۰۵)، به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

$$\text{Log}(ME)_{i,t} = \frac{(I/L/S + I/M/S + I/H/S + I/L/B + I/H/H)}{6} - \frac{(V/L/S + V/M/S + V/H/S + V/L/B + V/H/H)}{6}$$

در پژوهش حاضر برای محاسبه rjt ، بازده اضافی ناشی از پرتفوی - مجموعه دارایی z و Rmt ، بازده اضافی بازار از IMVt ، پرتفوی عوامل مربوط به عوامل عدم نقدینگی شرکت و αz ، عامل بینابین پرتفوی z و β_{jm} ، β_{jsmb} ، β_{jhm1} و β_{jimv} که حساسیت عوامل مربوط به ریسک را نشان می‌دهند، استفاده شده است. ضرایب متغیرهای مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون T استیودنت، آزمون شده است. منفی (مثبت) و معنادار بودن ضریب αz بیانگر آن است که با افزایش اندازه و نقدینگی شرکت میزان ارزش شرکت افزایش خواهد یافت. با توجه به این که ارزش بازار شرکت نشان دهنده عمق تقاضا برای سهام شرکت است، عامل تعیین کننده مناسبی برای سهام شرکت محسوب می‌گردد. معمولاً شرکت‌هایی که ارزش بالایی دارند بازار سهام آن‌ها از عمق خوبی برخوردار است و تعداد دفعات انجام معامله سهام آن‌ها نیز زیاد است و بنابراین از نقدشوندگی بالایی برخوردارند. افزایش در نوسان‌های بازده سهام نیز به عنوان معیاری از ریسک سبب کاهش نقدشوندگی سهام و در نتیجه افزایش در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می‌شود.

۵-۶) جریان‌های نقد آزاد $(\text{FCF}_{i,t})$:

جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه گیری عملکرد شرکت‌ها است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها در اختیار دارد. جریان‌های نقد آزاد در این پژوهش از مدل لیتایو و واچتر (۲۰۰۷) برای اندازه‌گیری جریان‌های

نقد آزاد واحد تجاری استفاده می‌شود، بر اساس این مدل جریان‌های نقد آزاد به عنوان سود عملیاتی قبل از استهلاک به کسر مجموع مالیات‌ها به اضافه هزینه بهره و سود تقسیمی تعریف شده است و با تقسیم بر مجموع دارایی‌ها استاندارد می‌گردد (فنگ چن، ۲۰۱۰)، که نحوه محاسبه این متغیر در رابطه زیر ارائه گردیده است.

$$FCF_{i,t} = (INC_{i,t} - TAX_{i,t} - INTEXP_{i,t} - CSDIV_{i,t}) / ASSET_{i,t}$$

که در آن:

$$FCF_{i,t} = \text{جریان‌های نقد آزاد}$$

$$INC_{i,t} = \text{سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک}$$

$$TAX_{i,t} = \text{مالیات}$$

$$INTEXP_{i,t} = \text{هزینه بهره}$$

$$CSDIV_{i,t} = \text{سود پرداختی به سهامداران عادی}$$

$$ASSET_{i,t} = \text{جمع ارزش دفتری دارایی‌ها.}$$

$$Ear_{i,t} = \text{نسبت سود (۷-۵)}$$

این نسبت میزان موفقیت واحد تجاری را در کسب سود نشان می‌دهد.

طبق پژوهش لامبرت (۲۰۰۱) نسبت سود از طریق فرمول زیر قابل محاسبه می‌باشد:

$$Ear_{i,t} = \frac{\text{سود}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها}}$$

$$a_{i,t} = \text{خطای تصادفی شرکت I در پایان سال t.}$$

□ ۶ مدل‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه یک تا سه به ترتیب از مدل پژوهش به شرح زیر بهره گرفته شده است. در این مدل اگر ضرایب β_i (ضرایب مربوط به متغیرهای مستقل) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد به ترتیب فرضیه‌های یک تا سه پژوهش مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

مدل‌های پژوهش برگرفته از پژوهش فاما و فرنچ (۲۰۰۶) و متغیرهای تعدیل شده پژوهش، ناوی - مارکس (۲۰۱۴) به صورت زیر برآورد شده‌اند:

$$qInv_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Pro_{i,t} + \beta_2 ExpR_{i,t} + \beta_3 Log(B/M)_{i,t} + \beta_4 Log(ME)_{i,t} + \beta_5 FCF_{i,t} + \beta_6 Ear_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل داریم:

i ، بیان گر شرکت (واحدهای مقطعی) و t بیان گر سال می‌باشد.
 $\hat{a}_{i,t}$ = خطای تصادفی شرکت i در سال t .

۷- جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری تحقیق حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بنابر اعلام سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران کلیه شرکت‌های پذیرفته شده تا پایان سال ۱۳۹۲ شامل ۵۲۰ شرکت در ۳۷ گروه صنعتی بوده‌اند. بنابراین در پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی شش ساله مطابق با جدول شماره یک، از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲، جامعه آماری پژوهش می‌باشند.

جدول شماره ۱ روند انتخاب نمونه آماری پژوهش

۵۲۰	کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در تاریخ ۱۳۹۲/۱۲/۲۹
(۴۴)	شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۸۶ در بورس پذیرفته شده‌اند
(۱۲۴)	شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده‌اند
(۹۲)	شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ختم نمی‌شود و یا تغییر سال مالی داده‌اند
(۱۸)	شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها)
(۶۸)	شرکت‌هایی که در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله نشده است
(۳)	شرکت‌هایی که صورت‌های مالی سال ۱۳۹۲ خود را در زمان انجام این پژوهش ارائه نداده بودند
(۶۹)	شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای بدست آوردن برخی متغیرهای پژوهش کافی نبود
۱۰۲	کل نمونه آماری قابل آزمون با در نظر گرفتن پیش‌فرض‌ها

پیش‌فرض‌ها به ترتیب اعمال شدند، بدین صورت که هر شرکتی که در پیش فرض اول قرار گرفته است، برای شمارش پیش فرض‌های بعدی لحاظ نگردیده است.

در این پژوهش بعد از اعمال پیش‌فرض‌ها، ۱۰۲ شرکت از ۱۹ صنعت باقی ماندند.

۸- روش پژوهش

روش تحقیق مورد استفاده در این پژوهش از نوع تحقیقات همبستگی، از انواع تحقیقات توصیفی می‌باشد (در پژوهش توصیفی از نوع همبستگی، محقق به بررسی روابط بین دو یا چند متغیر می‌پردازد). شیوه استدلال پژوهش، قیاسی-استقرایی می‌باشد. قیاسی به این دلیل که برای چارچوب نظری و پیشینه پژوهش از مسیر کتابخانه، مقالات و اینترنت استفاده شده است و استقرایی به دلیل آنکه جمع‌آوری اطلاعات از مسیر داده‌های اولیه برای قبول یا رد فرضیه‌ها انجام پذیرفته است. در این پژوهش با توجه به نوع داده و روش‌های تجزیه و تحلیل آماری موجود، از روش «داده‌های پانل دینا» استفاده شده است، زیرا به منظور بررسی رابطه بین معیارهای سودآوری، بازده مورد انتظار با کارایی

سرمایه‌گذاری، متغیرهای پیش‌بینی و برآورد شده از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۲ آزمون می‌شوند.

۹- روش‌ها و ابزار گردآوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات

جمع‌آوری اطلاعات برای هر نوع پژوهشی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد. در این پژوهش برای مطالعه مبانی نظری و بررسی پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای با بهره‌گیری از کتب و مقالات تخصصی فارسی و لاتین و پایان نامه‌ها استفاده می‌شود. از آنجایی که اطلاعات مربوط به متغیرهای این پژوهش شامل بسیاری از اقلام حسابداری مندرج در صورت‌های مالی حسابداری شده شرکت‌ها می‌باشد، داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی موجود در سایت‌های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به سازمان بورس و اوراق بهادار به نشانی www.rdis.ir و شبکه کدال، سیستم‌های جامع اطلاع رسانی ناشران به نشانی www.codal.ir، مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران به نشانی www.fipiran.com و لوح‌های فشرده سازمان بورس و اوراق بهادار به صورت دستی استخراج شده است.

برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها، اطلاعات مورد نیاز از طریق صورت‌های مالی حسابداری شده شرکت‌های مورد رسیدگی برای یک دوره شش ساله (۱۳۸۷-۱۳۹۲) جمع‌آوری شده است. پس از جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز شرکت‌های مورد رسیدگی، فرضیه‌های تحقیق با استفاده از تحلیل همبستگی و رگرسیون و روش آماری پانل دیتا، مورد بررسی قرار گرفته و ابتدا محاسبات اولیه در صفحه گسترده نرم افزار اکسل انجام گرفته و داده‌ها برای تجزیه و تحلیل آماده خواهند گردید، سپس به منظور انجام تجزیه و تحلیل‌های نهایی از نرم‌افزارهای *Spss*، *Eviews* ۷ و *Minitab* ۱۶، استفاده می‌گردد.

۱۰- تحلیل داده‌های پژوهش:

۱۰-۱ آزمون فرضیه اول پژوهش

هدف از آزمون فرضیه اول پژوهش بررسی رابطه بین معیار سودآوری و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، می‌باشد و فرضیه آماری آن به صورت زیر تعریف می‌شود:

H_0 : بین معیار سودآوری و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین معیار سودآوری و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_1 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$qInv_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Pro_{i,t} + \beta_2 ExpR_{i,t} + \beta_3 Log(B/M)_{i,t} + \beta_4 Log(ME)_{i,t} + \beta_5 FCF_{i,t} + \beta_6 Ear_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases} \quad (1)$$

برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل موردنظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا F مقید و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در جدول شماره ۲ ارائه شده است.

جدول شماره ۲ نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۱)

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۱۲	F	۲/۷۸۲۶	(۵۰۴ و ۱۰۱)	۰/۰۳۹۵
هاسمن	۶۱۲	χ^2	۹/۰۸۰۷	۶	۰/۰۴۹۳

با توجه به نتایج آزمون چاو و P -Value آن (۰/۰۳۹۵)، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P -Value آن (۰/۰۴۹۳) که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک لازم است علاوه بر بررسی عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل، آزمون‌هایی در ارتباط با نرمال بودن باقیمانده‌ها، همسانی واریانس‌ها، استقلال باقیمانده‌ها و عدم وجود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود. برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از این آزمون‌ها، آزمون جارکیو- برا می‌باشد که در این پژوهش نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو- برا حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوط به این آزمون (۰/۷۴۸۲) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد. یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها می‌باشد. در صورتی که واریانس‌ها ناهمسان باشند برآورد کننده خطی ناریب نبوده و کم‌ترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۶۳۶)، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این مطالعه برای رفع این مشکل در برآورد از روش برآورد حداقل

مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. همچنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خود همبستگی نامیده می‌شود از آزمون دوربین واتسون (D-W) استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۳۹ بوده و از آن جایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. علاوه بر این، برای آزمون این که مدل دارای رابطه خطی است و این که آیا مدل موردنظر تحقیق از نظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی (۰/۶۸۲۴) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی‌باشد. خلاصه نتایج آزمون‌های فوق در جدول شماره ۳ ارائه شده است.

جدول شماره ۳ نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری مدل (۱)

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson		آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
<i>P-Value</i>	<i>F</i>	D	<i>P-Value</i>	<i>F</i>	<i>P-Value</i>	χ^2	
۰/۶۸۲۴	۵/۹۱۴۳	۲/۳۹	۰/۰۶۳۶	۴/۴۲۳۴	۰/۷۴۸۲	۱/۷۵۱۷	

با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۱) پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود. نتایج برآورد مدل در جدول شماره ۴ ارائه شده است. شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم‌افزار 7 Eviews به صورت زیر است:

$$qImv_{i,t} = 1.3560 + 0.1492Pro_{i,t} + 0.0011ExpR_{i,t} + 0.1545Log(B/M)_{i,t} - 0.2065Log(ME)_{i,t} - 0.0049FCF_{i,t} - 0.0073Ear_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول شماره ۴ نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: کارایی سرمایه گذاری تعداد مشاهدات: ۶۱۲ سال - شرکت				
رابطه	P-Value	آماره t	ضریب	متغیر
مثبت	۰/۰۴۹۲	۱/۶۱۶۱	۱/۳۵۶۰	جزء ثابت
مثبت	۰/۰۲۵۹	۱/۵۵۷۷	۰/۱۴۹۲	معیار سودآوری
مثبت	۰/۰۳۸۶	۱/۰۲۶۸	۰/۰۰۱۱	بازده مورد انتظار
مثبت	۰/۰۴۷۹	۱/۹۹۰۱	۰/۱۵۴۵	فرصت‌های رشد
بی معنی	۰/۷۲۹۵	-۶/۰۵۶۸	-۰/۲۰۶۵	ارزش بازار
منفی	۰/۰۲۴۹	-۱/۷۳۱۳	-۰/۰۰۴۹	جریان‌های نقد آزاد
منفی	۰/۰۱۳۷	-۱/۵۰۵۰	-۰/۰۰۷۳	نسبت سود
ضریب تعیین مدل				
۰/۸۶۷۱				
آماره F				
۲/۷۳۲۳				
(P-Value)				
۰/۰۰۰۰				

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۸۶/۷۱ درصد از کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد.

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول شماره ۴، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر معیار سودآوری کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۲۵۹)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان معیار سودآوری و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین معیار سودآوری و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۱۴۹۲) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان معیار سودآوری و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی معیار سودآوری، کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۱۴۹۲ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه اول پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین معیار سودآوری و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

۱۰-۲- آزمون فرضیه دوم پژوهش

هدف از آزمون فرضیه دوم پژوهش بررسی این موضوع می‌باشد که آیا بین بازده مورد انتظار و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

H_0 : بین بازده مورد انتظار و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد.
 H_1 : بین بازده مورد انتظار و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.
 این فرضیه با استفاده از مدل (۱) بصورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_2 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$qInv_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Pro_{i,t} + \beta_2 ExpR_{i,t} + \beta_3 Log(B/M)_{i,t} + \beta_4 Log(ME)_{i,t} + \beta_5 FCF_{i,t} + \beta_6 Ear_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(۲)

$$\begin{cases} H_0 : \beta_2 = 0 \\ H_1 : \beta_2 \neq 0 \end{cases}$$

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول شماره ۴، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر بازده مورد انتظار کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۳۸۶)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان بازده مورد انتظار و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین بازده مورد انتظار و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۱۱) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان بازده مورد انتظار و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی بازده مورد انتظار، کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۰۱۱ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه دوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین بازده مورد انتظار و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

۱۰-۳- آزمون فرضیه سوم پژوهش

در فرضیه سوم پژوهش رابطه میان فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، مورد بررسی قرار می‌گیرد و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:
 H_0 : بین فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد.
 H_1 : بین فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.
 این فرضیه با استفاده از مدل (۱) بصورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_3 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$qInv_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Pro_{i,t} + \beta_2 ExpR_{i,t} + \beta_3 Log(B/M)_{i,t} + \beta_4 Log(ME)_{i,t} + \beta_5 FCF_{i,t} + \beta_6 Ear_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_3 = 0 \\ H_1 : \beta_3 \neq 0 \end{cases} \quad (۳)$$

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول شماره ۴، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر فرصت‌های رشد کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۴۷۹)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۱۵۴۵) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی فرصت‌های رشد، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۱۵۴۵ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه سوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

۱۱- بحث و نتیجه‌گیری

وجود رابطه معنی‌داری میان معیار سودآوری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار گرفته است بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین معیار سودآوری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۱۴۹۲) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان معیار سودآوری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی معیار سودآوری، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۱۴۹۲ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه اول پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین معیار سودآوری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

نتیجه حاصل از فرضیه اول، نظر وجود ارتباط معنی‌دار رابطه متغیر مستقل و وابسته با پژوهش چوی و همکاران (۲۰۱۲) دارد ولی از نظر نوع ارتباط (مستقیم یا عکس) با نتایج پژوهش فایرر و ویلیامز (۲۰۰۳) در تضاد است.

وجود رابطه معنی‌داری میان بازده مورد انتظار و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار گرفته است، بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین بازده مورد انتظار و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۰۱۱) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان بازده مورد انتظار و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی بازده مورد انتظار، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۰۰۱۱ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه دوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین بازده

مورد انتظار و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. نتایج فرضیه دوم پژوهش ما با یافته‌های فنگ چن (۲۰۱۰) و هو و همکاران (۲۰۱۱) مطابقت داشته و با یافته فایرر و ویلیامز (۲۰۰۳) در تضاد است.

وجود رابطه معنی‌داری میان فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار گرفته است، بنابراین فرضیه سوم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۱۵۴۵) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی فرصت‌های رشد، کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۱۵۴۵ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه سوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. نتایج فرضیه سوم پژوهش ما با یافته‌های پژوهش‌های هو و همکاران (۲۰۱۱) و چوی و همکاران (۲۰۱۲) مطابقت داشته و با یافته پژوهش چان و همکاران (۲۰۰۱) در تضاد است.

۱۲- پیشنهادهایی مبتنی بر نتایج پژوهش

۱- از آنجا که سرمایه‌گذاران و مدیران در جستجوی معیاری به موقع و قابل اتکاء برای اندازه‌گیری ثروت سهامداران هستند معیار سنجشی که به وسیله آن سرمایه‌گذاران بتوانند درباره افزایش یا کاهش قیمت سهام، اعتبار دهندگان درباره میزان امنیت سرمایه خود و مدیران در مورد سودآوری تصمیم‌گیری‌هایشان و سودآوری شرکت قضاوت نمایند مورد نیاز می‌باشد و پیشنهاد می‌گردد برای نیل به این هدف از معیارهای قابل اتکاء که در این پژوهش به آن پرداخته شده است استفاده گردد.

۲- توصیه مراجع تدوین استانداردهای حسابداری به افشای اختیاری اطلاعات جامع در خصوص میزان و سطح معیار سودآوری، بازده مورد انتظار و فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها.

۳- از آن جهت که افزایش میزان و سطح معیار سودآوری، بازده مورد انتظار و فرصت‌های رشد می‌تواند اثرات مهمی بر تصمیم سرمایه‌گذاران داشته باشد، ارائه اطلاعات کامل و شفاف از سوی مدیریت در زمینه معیار سودآوری، بازده مورد انتظار و فرصت‌های رشد و کارایی سرمایه گذاری، بسیار راه‌گشا خواهد بود.

۴- بهتر است تحلیل‌گران مالی فعال در بازار سرمایه، مشاوران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در کنار تحلیل‌ها و تکنیک‌های معمولی که انجام می‌دهند، تحلیل‌های خاصی مبتنی بر وضعیت کارایی سرمایه گذاری و عوامل تاثیرگذار بر آن و معیار سودآوری، بازده مورد انتظار و فرصت‌های رشد شرکت‌ها با توجه به استانداردهای حسابداری به عمل آورند.

۱۳- پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آینده

۱- باتوجه به نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش پیشنهاد می‌گردد تحقیقی در ارتباط با رابطه بین معیار

- سودآوری با کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها و تاثیرگذاری آن بر رتبه اعتباری شرکت‌ها انجام شود.
- ۲- با توجه به نتایج حاصل از فرضیه دوم پژوهش پیشنهاد می‌گردد تحقیقی در ارتباط با رابطه بین بازده مورد انتظار با کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها و تاثیرگذاری آن بر شاخص صنعت شرکت‌ها انجام شود.
 - ۳- توجه به نتایج حاصل از فرضیه سوم پژوهش پیشنهاد می‌گردد تحقیقی در ارتباط با رابطه بین فرصت‌های رشد با کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها و تاثیرگذاری آن بر محدودیت‌های مالی شرکت‌ها انجام شود.
 - ۴- بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی، مانند: تورم، بهای نفت و نرخ ارز بر روی شناسایی رابطه بین معیارهای سودآوری، بازده مورد انتظار با کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها.
 - ۵- انجام پژوهش مشابه دیگری با در نظر گرفتن معیار سودآوری، بازده مورد انتظار و فرصت‌های رشد ناشی از مسائل سیاسی و تأثیر آن بر ارزش ذاتی شرکت‌ها.
 - ۶- با توجه به این که شرکت‌های با فعالیت واسطه‌گری مالی از نمونه پژوهش حذف شده بودند، پیشنهاد می‌گردد تحقیقی در رابطه با رابطه بین معیارهای سودآوری، بازده مورد انتظار با کارایی سرمایه گذاری در این نوع شرکت‌ها انجام گرفته و نتایج آن با یافته‌های پژوهش حاضر مقایسه گردد

□ منابع و ماخذ

منابع فارسی:

- ۱- تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا (۱۳۹۳). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری. تحقیقات حسابداری ۳: ۵۰-۶۷
- ۲- تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا (۱۳۸۸). «تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری»، تحقیقات حسابداری، ش ۳، ص ۳.
- ۳- جهانخانی علی، قربانی سعید، ۱۳۸۴، «شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه تحقیقات مالی، سال هفتم، شماره ۲۰.
- ۴- سیفی، شهناز (۱۳۸۳)، بررسی ارتباط تعهدی و بازده سهام با تاکید بر طول مدت سرمایه گذاری، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده امور اداری، دانشگاه شهید بهشتی.
- ۵- کریمی، فرزاد، صادقی، محسن. (۱۳۹۲). محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی و رابطه آن با سرمایه گذاری دارای‌های سرمایه ای در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران- فصلنامه پژوهشی حسابداری مالی- سال اول- شماره ۴ - زمستان ۸۸ - صفحات ۴۳-۵۸.
- ۶- کاشانی پور، محمد و بیژن نقی نژاد. (۱۳۸۸). «بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد»، تحقیقات حسابداری، شماره دوم، صص ۷۲-۹۳.
- ۷- محمد جواد شیخ، محمد حسن صفریور. بررسی تأثیر دوره سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (دوره زمانی ۸۵-۸۱). بررسی‌های حسابداری و حسابرسی.

۸-مدرس، احمد و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). کیفیت گزارش گری مالی و کارایی سرمایه گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱ (۲): ۸۵-۱۱۶.
 ۹-نمازی، محمد و شیرزاده، جلال. (۱۳۸۴). بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تاکید بر نوع صنعت). بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۴۲: ۷۵-۹۵.
منابع لاتین:

- 1-Barth, M., Cram, D., Nelson, K.,)2001(. Accruals and the prediction of future cash flows. The Accounting Review 76,27-58.
- 2-Bates, T.W., Khale, K.M., Stulz, R.M., 2009. Why do US firms hold so much more cash than they used to? Journal of Finance 64, 1985-2021.
- 3-Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. Journal of Financial Economics, 77, 483-527.
- 4-Brochet, F., Nam, S., and Ronen, J. (2008). The Role of Accruals in Predicting Future Cash Flows and Stock Returns. Unpublished PhD. Dissertation, Harvard University.
- 5-Call, A.C., Chen, S. and Tong, Y.H. (2009), "Are analysts' earnings forecasts more accurate when accompanied by cash flow forecasts?", Review of Accounting Studies., Vol. 14 Nos 23-, pp. 35892-.
- 6-Chan, K. C., Fung, H., & Thapa, S. (2007). China financial research: A review and synthesis. International Review of Economics and Finance, 16, 416-428.
- 7-Chay J.B., Jungwon Suh, (2009). "Payout policy and cash-flow uncertainty", Journal of Financial Economics, Vol 93 (2009) 88-107
- 8-Chong, B. S. (2009). The impact of divergence in voting and cash-flow rights on the use of bank debt. Pacific-Basin Finance Journal, 18, 158-174.
- 9-Chow, C. K. W., Song, F. M., & Wong, K. P. (2010). Investment and the soft budget constraint in China. International Review of Economics and Finance, 19, 219-227.
- 10-Daniel, N. D., Denis, D. J., & Naveen, L. (2008). Dividends, investment, and financial flexibility. Working paper.
- 11-Defond, M. L., & Hung, M. (2003). An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts. Journal of Accounting and Economics, 35(1), 73-100.
- 12-Edge, R.) 2007.(Time to build, time to plan, habit persistence, and the liquidity effect. Journal of Monetary Economics 54,1644-1669.
- 13-Fama E.F. and K.R. French (2001). "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" Journal of Financial Economics, 60, (1),43
- 14-Fama, E. F. (1974). The empirical relationships between the dividend and investment decisions of firms. American Economic Review, 64, 304-318.
- 15-Fan, J. P. H., Huang, J., Oberholzer-Gee, F., & Zhao, M. (2007). Corporate diversification in

China: Causes and consequences. Working Paper.

16-Francis Rick N., Eason Patricia, (2012). Accruals and the naïve out-of-sample prediction of operating cash flow. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 28 - 226–234.

17-Guney, Y., Ozkan, A., Ozkan, N.,)2007(. International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational Financial Management* 17, 45–60.

18-Harford, J.,)1999(. Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance* 54 (6), 1969–1997.

19-Jensen, M. C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *The Accounting Review*, Vol. 76, Issue 2, pp 323339-.

20-Kim, M., and Kross, W. (2005). The Ability of Earnings to Predict Future Operating Cash Flows Has Been Increasing - Not Decreasing. *Journal of Accounting Research* 43, 753780-.

21-Lehn, K., and Poulsen, A. (1989). “Free Cash Flow and Stockholders Gains in Going Private Transactins”, *Journal of practice and Theory*, Vol. 22. Issue 1, pp 93108-.

Fernandez, Pablo. (2002). “Cash Flow is a Fact. Net Income is Just an Opinion”, IESE Business School.

22-McDonald, J. G., Jacquillat, B., & Nussenbaum, M. (1975). Dividend, investment and financing decisions: Empirical evidence on French firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10, 741–755.

23-Mougoue, M. (2008). An empirical re-examination of the dividend–investment relation. *Quantitative Finance*, 8, 533–546.

24-oyvind B hren, Morten G. Josefsen, P•1 E. Steen (2012). Stakeholder conflicts and dividend policy. *Journal of Banking & Finance* 36 - 2852–2864.

25-Poon, S., & Granger, C. (2003). Forecasting volatility in financial markets. *Journal of Economic Literature*, 41, 478–539.

26-Qian, Y., & Roland, G. (1998). Federalism and the soft budget constraint. *American Economic Review*, 88, 1143–1162.

27-Shleifer, A., and Vishny, R.W, (1989). Management entrenchment, the case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25, 123139-.

28-Wang, D. H. M. (2010). Corporate investment, financing, and dividend policies in the high-tech industry. *Journal of Business Research*, 63, 486–489.

منابع اینترنتی

www.Irbourse.Com (سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران)

www.SSRN.com