



## خلق ارزش بر اساس سطوح فرصت‌های سرمایه گذاری

سینا خردیار<sup>۱</sup>

مهدی حقیقت شهرستانی<sup>۲</sup>

مریم حقیقت شهرستانی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۳/۲۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۱/۲۲

### چکیده

سرمایه گذاران همواره به دنبال استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه گذاری و کسب بازده بیشتر هستند بنابراین آنچه در شرایط کنونی باعث موفقیت می‌گردد استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه گذاری موجود است و استفاده به موقع و منطقی از فرصت‌های سرمایه گذاری واحدهای تجاری تأثیر بسزایی در بهبود عملکرد شرکت‌ها دارد. از آنجایی که عملکرد شرکت در ایجاد ارزش نقشی اساسی ایفا می‌کند، فرصت سرمایه گذاری جزئی از ارزش شرکت محسوب می‌گردد که از جمله روش‌های ارزیابی عملکرد مبتنی بر خلق ارزش، ارزش افزوده نقدی می‌باشد. در این پژوهش تعداد ۱۳۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، که فرصت‌های سرمایه گذاری در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه گذاری بالا و پایین، شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه گذاری بالا و شرکت با فرصت سرمایه گذاری پایین با ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معنی داری دارد و در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه گذاری متوسط، با ارزش افزوده نقدی رابطه معنی داری ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** فرصت سرمایه گذاری، خلق ارزش، ارزش افزوده نقدی.

۱- استادیار گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. (نویسنده اصلی) kherdiyari@iaurasht.ac.ir

۲- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد خوراسگان، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.

۳- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران.

## ۱- مقدمه

تصمیمات سرمایه‌گذاری بر عملکرد، بازده و ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد و در نتیجه بر انتظارات سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان شرکت تأثیر گذار می‌باشد. این که چقدر فعالیت مدیران در راستای خواست سهامداران بوده و مدیران تا چه اندازه توانسته‌اند در ایجاد ارزش و ثروت برای سهامداران موفق باشند از طریق سیستم ارزیابی عملکرد تعیین می‌شود. بنابر این ارزیابی نحوه عملکرد شرکت برای سرمایه‌گذاران و همچنین سایر ذینفعان شرکت حائز اهمیت بسیار است.

انتخاب معیارهای اندازه‌گیری عملکرد یکی از مهم‌ترین چالش‌های پیش روی سازمان است و سیستم‌های اندازه‌گیری عملکرد نقشی کلیدی در توسعه برنامه‌های استراتژیک، ارزیابی سازمان در دستیابی به اهداف و دادن پاداش به مدیران ایفا می‌کند (ونانزی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰). یافتن معیاری از اندازه‌گیری که عملکرد یک واحد اقتصادی را به بهترین نحو تبیین و پیش‌بینی کند باعث حرکت به سمت اقتصادی پویا و در نتیجه تخصیص بهینه منابع و سرمایه و قیمت‌گذاری صحیح خواهد بود که در نهایت فایده و مزایای آن به کل جامعه خواهد رسید. در دنیای رقابتی امروزی آینده از آن کسانی است که مناسب‌ترین ابزار پیش‌بینی را در محاسبات خود به کار می‌گیرند. در بنگاه‌های اقتصادی سراسر دنیا نیز داشتن اطلاعات کافی و مناسب آن‌ها، عامل اصلی پیشرفت و کارایی به شمار می‌رود و افزایش ثروت تنها در نتیجه عملکرد مطلوب حاصل خواهد شد (قنبر زاده، ۱۳۸۵).

در سال‌های اخیر، در زمینه ارزیابی عملکرد از مفهوم ارزش افزوده نیز بهره گرفته می‌شود. 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، تأمین‌کنندگان منابع مالی (سهامداران و وام‌دهندگان، دولت و شرکت) می‌باشد. هدف از انجام این تحقیق این است که مشخص شود آیا شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالاتری دارند خلق ارزش می‌کنند؟ آیا فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالاتر نشان‌دهنده عملکرد خوب شرکت و فرصت سرمایه‌گذاری پایین‌تر نشان‌دهنده عملکرد ضعیف شرکت می‌باشد؟ و آیا سطوح فرصت سرمایه‌گذاری موجب افزایش ثروت سهامدار می‌گردد؟

## ۲- بیان مساله

سرمایه‌گذاران همواره به دنبال استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری 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 می‌نمایند. لذا یافتن راهی برای آگاهی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب و جلوگیری از هدر رفتن منابع همواره مورد علاقه گروه‌های

ذینفع (همچون سرمایه گذاران و مدیران و ...) می‌باشد. یافتن معیاری که بتوان با استفاده از آن عملکرد شرکت‌ها را ارزیابی نمود و به این ترتیب با اخذ تصمیم مناسب از به هدر رفتن منابع و فرصت‌های سرمایه گذاری مناسب جلوگیری نمود، بسیار مفید خواهد بود.

برای هر کسی که درگیر فعالیت در زمینه مالی شرکت می‌باشد درک مکانیسم‌های ارزیابی شرکت لازم و ضروری می‌باشد. زیرا ارزیابی نه تنها در تحصیل و ادغام شرکت‌ها از اهمیت زیادی برخوردار می‌باشد بلکه جهت شناسایی منابع خلق یا مخرب ارزش اقتصادی در شرکت‌ها، به واحدهای تجاری کمک می‌نماید (فرناندز، ۲۰۱۳). سرمایه گذاران همواره تمایل دارند تا از میزان موفقیت مدیران در به کارگیری از سرمایه‌شان آگاهی یابند. آن‌ها علاقه مندند دریابند از سرمایه گذاری انجام شده، چه اندازه ارزش ایجاد شده است. ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلند مدت از مهم‌ترین اهداف شرکت‌ها محسوب می‌شود. نقش معیارهای ارزیابی عملکرد در انعکاس عملکرد شرکت‌ها از طریق محتوای اطلاعاتی موجودشان نیز پر رنگ‌تر شده است. باید اشاره نمود که حداکثر کردن ارزش بازار سهام شرکت‌ها از اهداف اولیه و اساسی هر شرکتی محسوب می‌گردد. 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). عملکرد شرکت در ایجاد ارزش نقشی اساسی ایفا می‌کند و فرصت سرمایه گذاری جزئی از ارزش شرکت می‌باشد. بنابراین تعیین رابطه بین فرصت سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی که یکی از معیارهای ارزیابی عملکرد است؛ حائز اهمیت بسیار است.

### ۳- چارچوب نظری

#### ۳-۱- مفاهیم ارزش و خلق ارزش

ارزش از جمله متغیرهایی است که بار معنایی گسترده‌ای دارد. نظیر ارزش اجتماعی، ارزش مالی، ارزش اقتصادی و ... نماد هر یک از ارزش‌ها با توجه به اهداف آن‌ها، انتخاب و ارائه می‌گردد. به طور کلی، ارزش عبارت است از بار معنایی خاص که انسان به برخی اعمال، حالت‌ها و پدیده‌ها نسبت می‌دهد. افراد اغلب ارزش را " آن چیزی که می‌ارزد " تعریف می‌کنند و در زمانی که می‌شنوند ارزش چیزی فراتر از این است شگفت زده می‌شوند. ارزش، به شخصی که ارزیابی آن را انجام می‌دهد، هدف، زمان بندی و مجموعه‌ای از عوامل دیگر بستگی دارد. در نتیجه مفاهیم مختلفی برای ارزش وجود دارد. ارزش یک شرکت می‌تواند به طور مستقیم مرتبط با تصمیماتی باشد که شرکت اتخاذ می‌نماید؛ این که در چه پروژه‌هایی شرکت کند، چگونه آن‌ها را تأمین مالی

نماید و چه سیاست تقسیم سودی را اتخاذ نماید. دانستن این رابطه، کلیدی برای اتخاذ تصمیمات افزایش دهنده ارزش شرکت و تجدید ساختار مالی خردمندان می‌باشد (داموداران، ۱۳۸۷).  
تخصیص کارآمد منابع برای رشد شرکت، به حداکثر رساندن ثروت سهامداران و پایداری آن، امری حیاتی می‌باشد. خلق ارزش و فرصت‌های رشد شرکت نقشی اساسی در تئوری‌های مالی ایفا می‌کند. اینکه چگونه یک شرکت به خوبی بتواند ثروت سهامدارانش را بهبود بخشد و نیز درآمد و سود بالایی را با استفاده از وجوه سرمایه‌گذاری شده سهامداران کسب کند می‌تواند مثال خوبی از ارزش شرکت باشد. (صالح خاتک و مظهر حسین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). از نظر افلاطونی (۱۳۹۵)، وجود فرصت‌های رشد موجب ایجاد ارزش برای یک شرکت می‌شود. زمانی که سرمایه‌گذاران، ارزش شرکت را بر اساس داده‌های حسابداری تعیین می‌کنند، ضروری است تا میزان رشد موردانتظار شرکت را در فرآیند ارزشگذاری آن مدنظر قرار دهند.

از نظر فرناندز (۲۰۰۱)، یک شرکت زمانی برای سهامداران خلق ارزش می‌کند 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 می‌کند که انتظارات را بهبود بخشد. زیرا ارزش به انتظارات بستگی دارد.

(۱)

$K_e$  (بازده سهامدار) = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام = خلق ارزش سهامدار  
 $(K_e \times \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام})$  = ارزش افزوده سهامدار = یا خلق ارزش سهامدار  
 بازده مورد انتظار حقوق صاحبان سهام =  $K_e$

مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری یا فرصت رشد به فرصت‌های سازمان و نیز فرصت‌های موجود در اقتصاد برای خلق ارزش مرتبط می‌باشد و زمانی که مدیران درک بهتری در مورد سیاست‌های تصمیم‌گیری داشته باشند، امکان بهبود یا خلق ارزش برای سازمان افزایش می‌یابد (پریم (۲۰۱۱). در همین راستا میتون<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) نیز نشان داد که مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و فرصت رشد با خلق ارزش سازمان برای سهامداران در ارتباط می‌باشد و به ویژه با سازمان‌هایی در ارتباط است که در بازارهای در حال ظهور فعالیت دارند.

از نظر گوردون<sup>۴</sup> (۱۹۶۴) و والتر<sup>۵</sup> (۱۹۵۶) شرکت‌های در حال رشد با نرخ هزینه سرمایه کمتر از نرخ بازده دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند. در این شرکت‌ها افزایش سود انباشته و تبدیل آن به سرمایه موجب افزایش قیمت سهام می‌شود. گوردون و والتر موسسه‌ها را به سه گروه تقسیم می‌کنند: (سعادت آبادی، ۱۳۹۱)

الف) موسسه‌های در حال رشد: در این موسسه‌ها، نرخ هزینه سرمایه کمتر از نرخ بازده مورد انتظار است و از فرصت‌های مناسب سرمایه گذاری برخوردارند.

ب) موسسه‌های در حال بلوغ: در این موسسه‌ها نرخ هزینه سرمایه برابر با نرخ بازده مورد انتظار است و فرصت‌های مناسب سرمایه گذاری ندارند، زیرا پروژه‌های سرمایه گذاری خاصی ندارند که بتواند بر ارزش شرکت در عرصه رقابت اضافه کند.

ج) موسسه‌های در حال افول: این موسسه‌ها در شرایطی قرار دارند که منحنی عمر آن‌ها مراحل نهایی را طی می‌کند و نرخ بازده مورد انتظار آن‌ها کمتر از نرخ هزینه سرمایه است.

### ۳-۲- ارزیابی عملکرد

منظور از ارزیابی عملکرد در حقیقت توجه بدین مطلب است که چگونه مدیر سرمایه گذاری می‌تواند بین بازده بالا و ریسک مورد قبول، توازن ایجاد کند. تاکنون، معیارهای مختلفی برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی ارائه شده است. معیارهای ارزیابی عملکرد به افراد کمک می‌کنند تا از میان متخصصین و افراد خبره، افرادی که دارای شانس می‌باشند و افرادی که فقط با پذیرفتن ریسک زیاد به بازده بالا دست پیدا می‌کنند، تفاوت قائل شوند (ختایی و بیگدلی، ۱۳۹۱).

ارزیابی ممکن است برای طیف وسیعی از اهداف استفاده گردد: (فرناندز، ۲۰۱۳)

- ۱) عملیات خرید و فروش در شرکت
- برای خریدار ارزیابی عبارتست از بالاترین قیمتی که وی باید بپردازد.
- برای فروشنده ارزیابی عبارت است از حداقل قیمتی که وی باید برای فروش پیشنهاد دهد.

۲) ارزیابی شرکت‌ها

۳) عرضه (اوراق بهادار) به عموم

۴) ارزیابی شرکت‌ها در زمان انحلال

۵) طرح‌های پاداش مبتنی بر خلق ارزش

۶) شناسایی محرک‌های ارزش

۷) تصمیمات استراتژیک مربوط به تداوم فعالیت شرکت ارزیابی یک شرکت و یا واحد تجاری نخستین گام جهت تصمیم‌گیری مربوط به تداوم فعالیت واحد تجاری، فروش، ادغام، رشد یا خرید دیگر واحدهای تجاری می‌باشد.

۸) برنامه ریزی استراتژیک

## ۳-۳- ارزش افزوده نقدی

دو دیدگاه درباره مفهوم و نحوه محاسبه ارزش افزوده نقدی متداول می‌باشد. ارزش افزوده نقدی در دیدگاه اول یکی از چارچوب‌های مدیریت بر مبنای ارزش است که این دیدگاه را گروه مشاوران سوئدی در امور مالی شرکت‌ها با نام‌های اتوسون و ویسنرایدر ارائه نمودند. در این رویکرد ارزش افزوده نقدی یک مدل خالص ارزش فعلی است که محاسبات را به صورت دوره‌ای لحاظ می‌کند و سرمایه‌گذاری را به دو گروه سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک و غیراستراتژیک طبقه‌بندی می‌کند. در این روش جریان‌های نقدی عملیاتی تعدیل شده از طریق پیدا کردن جریان‌های تنزیل شده‌ای که در طول عمر اقتصادی سرمایه‌گذاری، خالص ارزش فعلی برابر صفر ارائه می‌نماید محاسبه می‌شود. سرمایه‌گذاری ناخالص، دارایی‌های غیر استراتژیک را نادیده می‌گیرد.

مفهوم دیگر ارزش افزوده نقدی را شرکت مشاوره‌ای بوستون کنسالتینگ گروپ ارائه کرد. این مدل بر اساس سود باقی مانده طراحی شده است و مقدار سود نقدی باقی مانده شرکت را اندازه‌گیری می‌کند. این مدل توسعه‌ای از مفهوم جریان نقدی بازده سرمایه‌گذاری است و اساساً با مدل قبلی تفاوت دارد (حجازی و ملکی اسکویی، ۱۳۸۶).

محاسبه ارزش افزوده نقدی بر اساس مدل سود باقی مانده بر اساس دیدگاه گروه مشاوره‌ای بوستون به شرح زیر می‌باشد.

(۲)

(هزینه سرمایه - بازده جریان نقدی بازده سرمایه‌گذاری) سرمایه‌گذاری ناخالص = ارزش افزوده نقدی  
خالص دارایی‌های جاری + بهای تمام شده تاریخی = سرمایه‌گذاری ناخالص  
(سرمایه‌گذاری ناخالص / استهلاک اقتصادی - جریان نقدی ناخالص) = بازده جریان نقدی بازده سرمایه‌گذاری  
سود عملیاتی + هزینه بهره + استهلاک = جریان نقدی ناخالص  
 $1 - WACC / (1 + WACC)^n \times$  دارایی‌های استهلاک پذیر = استهلاک اقتصادی

$WACC =$  میانگین موزون هزینه سرمایه

$D =$  تأمین مالی از طریق وام و بدهی = تسهیلات مالی دریافتی + بدهی‌های 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 ( $E$ ) + تأمین مالی از طریق وام و بدهی ( $D$ )

$K_d =$  نرخ هزینه بدهی که عبارتست از:

(۳)  $K_d = (1-t)$  نرخ بهره بانکی =

$K_e$  = نرخ بازده مورد انتظار سهامداران می‌باشد که بر اساس روش مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای CAPM از فرمول ۴ به دست می‌آید:

(۴)

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

$R_f$  = نرخ بهره بدون ریسک

$K_m$  = نرخ بازده سالانه

$\beta$  = شاخصی برای تعیین ریسک سیستماتیک می‌باشد.

### ۳-۴- فرصت‌های سرمایه گذاری

بلکوبی (۲۰۰۰) بیان داشته است که شرکت‌ها ممکن است به عنوان مجموعه‌ای از دارایی‌های انسانی و فیزیکی در نظر گرفته شوند که به سمت اهدافی نظیر حداکثر کردن بازده سهامداران حرکت می‌کنند. این دیدگاه بر ویژگی‌های قابل مشاهده مرتبط با ارزش شرکت تاکید دارد و بازده‌های غیر قابل مشاهده را در نظر نمی‌گیرد. یکی از مهم‌ترین بازده‌های سرمایه گذاری مرتبط با ارزش شرکت که قابل مشاهده نمی‌باشند فرصت‌های رشد یا مجموعه فرصت‌های سرمایه گذاری می‌باشند.

استاگلیانو و آندریو (۲۰۱۶) نیز در تحقیق خود بیان داشتند که فرصت‌های رشد محرک اصلی و عمده رفتار سرمایه گذاری آتی نسبت به سطح سرمایه گذاری جاری می‌باشد. آن‌ها بیان داشتند که در دنیای آرمانی تصمیمات سرمایه گذاری منحصرأ به فرصت‌های رشد آتی بستگی دارد. کستر<sup>۷</sup> و بریلی<sup>۸</sup> (۱۹۸۴) و مایرز (۱۹۸۱) در تحقیقات خود مدلی را که به مدل KBM مشهور است، به کار گرفتند که در این مدل ارزش بازار یک شرکت به دارایی‌های موجود و فرصت‌های رشد تقسیم می‌شود. (دانبولت و همکاران، ۲۰۰۲).<sup>۹</sup>

از نظر مایرز (۱۹۷۷)، فرصت‌های سرمایه گذاری وضعیت رشد شرکت است که بستگی به تصمیم‌های مدیریت، نوسانات بازار و سیاست‌های محیط و شرایط دارد.

وی ارزش بازار یک شرکت را به دو بخش (فاکتور اصلی) تقسیم می‌کند:

۱) ارزش فعلی دارایی‌هایی که هم اکنون وجود دارند.

۲) ارزش فعلی سرمایه گذاری‌های آتی و فرصت‌های رشد.

طبق گفته مایرز تفاوت اساسی بین این دو فاکتور این است که ارزش فرصت‌های سرمایه گذاری بستگی به سرمایه گذاری‌های احتیاطی (اختیاری) آتی دارد؛ در حالی که ارزش دارایی‌های واقعی این گونه نیست.

سرمایه‌گذاری‌های احتیاطی شامل موارد زیر است:

سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید، مخارج انجام شده برای تبلیغات، بازاریابی، افزایش تولید و تحقیق و توسعه. بر اساس نظر مایرز، منظور از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، آن قسمت از ارزش شرکت می‌باشد که بیشتر از دارایی‌های موجود می‌باشد و هر چه قسمت کمتری از ارزش شرکت ناشی از دارایی‌های موجود باشد، فرصت‌های رشد یا مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری<sup>۹</sup> بیشتر خواهد بود.

### ۳-۵- اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری

مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری ترکیبی از دارایی‌های موجود و انتخاب سرمایه‌گذاری آتی با خالص ارزش فعلی مثبت می‌باشد. فرصت‌های سرمایه‌گذاری را نمی‌توان به طور مستقیم مشاهده نمود بنابراین با استفاده از شاخص‌هایی برآورد می‌گردد. در مطالعات انجام شده نظیر مطالعه واتس و اسمیت از سه شاخص برای محاسبه فرصت سرمایه‌گذاری استفاده گردیده است که عبارت‌اند از: شاخص مبتنی بر قیمت، شاخص مبتنی بر سرمایه‌گذاری و شاخص مبتنی بر واریانس (جیری‌تی<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۶). از نظر کارو<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۲) نیز یافتن شاخص مناسب برای اندازه‌گیری مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری به امری مهم در تحقیقات مالی و حسابداری تبدیل شده است. سرمایه‌گذاران به شاخص‌های مناسب برای مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیاز دارند زیرا مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری تعیین‌کننده<sup>۱۲</sup> رشد آتی شرکت می‌باشد.

در بسیاری از تحقیقات از شاخص‌های مجموعه فرصت سرمایه‌گذاری به صورت انفرادی استفاده گردیده است و در بسیاری از مطالعات از شاخص‌های ترکیبی برای اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده نموده‌اند. در مطالعه انجام شده توسط صالح خاتک و مظهر حسین (۲۰۱۷) از متداول‌ترین شاخص‌های مورد استفاده جهت اندازه‌گیری فرصت‌های رشد شرکت استفاده نمودند که عبارت‌اند از: نسبت نرخ فروش به رشد به پیروی از تحقیق آلونسو و همکاران (۲۰۰۵) و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها.

بر اساس نظر آدام و گوپال (۲۰۰۷)، این خود مساله<sup>۱۳</sup> مهمی است که آیا استفاده از یک معیار برای فرصت سرمایه‌گذاری عملکرد بهتری دارد یا استفاده<sup>۱۴</sup> ترکیبی از چندین معیار می‌تواند منجر به بهبود عملکرد گردد.

در بسیاری از مطالعات معیارهای اندازه‌گیری فرصت سرمایه‌گذاری را با استفاده از تحلیل عاملی به یک معیار ترکیبی تبدیل نمودند.



از نظر کومار و همکاران (۲۰۰۸) استفاده از شاخص‌های ترکیبی خطاهای اندازه‌گیری را کاهش می‌دهد. در پژوهش حاضر نیز به پیروی از کومار و همکاران جهت اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری از تحلیل عاملی سه متغیر شدت سرمایه‌گذاری، نرخ رشد ارزش بازار مجموع دارایی‌ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی‌ها استفاده می‌گردد. از شاخص شدت سرمایه‌گذاری برای اندازه‌گیری رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری جاری و آتی مرتبط با عملکرد مالی شرکت استفاده می‌شود و رابطه‌ای مثبت بین انتخاب سرمای‌گذاری جاری شرکت و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی آن وجود دارد (سعادت آبادی، ۱۳۹۱).

شاخص نرخ رشد ارزش بازار مجموع دارایی‌ها، رشد سالانه ارزش بازار دارایی‌های شرکت را منعکس می‌کند و رابطه‌ای مثبت با ارزش آتی شرکت دارد. به علاوه گزینه رشد به تصمیم‌گیری‌های مدیریت، نوسانات در بازار و محیط سیاسی وابسته است (بیر و همکاران، ۱۹۹۶).

خداپرست و همکاران (۱۳۹۱) بیان می‌دارند که چون در نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها از اطلاعات بازار استفاده می‌شود، این معیار تا حدودی مربوط‌تر است و بیشتر با واقعیت هم‌خوانی دارد. با این حال به دلیل این که اطلاعات بازار به طور دائم در حال تغییر است، از قابلیت اتکای کمتری برخوردار است. آن‌ها در تحقیق خود برای ارزیابی عملکرد از بازده سهام و Q تویین (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها) استفاده نمودند.

#### ۴- پیشینه پژوهش

صالح خاتک و همکاران (۲۰۱۷)، در پژوهش خود تحت عنوان " آیا فرصت‌های رشد بر ارتباط بین ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت با ارزش شرکت دارد؟ شواهدی تجربی از بورس کراچی " به این نتیجه دست یافتند که بین اهرم مالی و ارزش شرکت، تمرکز مالکیت و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد بین اهرم مالی و فرصت‌های رشد ارتباط کمی وجود دارد و نیز ارتباط ناچیزی بین پرداخت سود تقسیمی و ارزش شرکت وجود دارد. علاوه بر آن، بین اهرم مالی و فرصت‌های رشد و نیز سود تقسیمی و فرصت‌های رشد اندک می‌باشد. بنابراین با حضور فرصت‌های رشد، در ارتباط بین اهرم مالی، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت تغییری حاصل نمی‌شود. بنابراین فرصت‌های رشد یک نقش تعدیلی در این زمینه ایفا نمی‌کند.

شاه تیموری و همکاران (۲۰۱۳)، در پژوهش خود تحت عنوان " سیاست پرداخت سود تقسیمی، مجموعه فرصت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت در بخش محصولات صنعتی مالزی " به این نتیجه دست یافتند که مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سررسید بدهی عواملی هستند که به طور قابل توجهی بر سیاست پرداخت سود تقسیمی شرکت‌های نمونه تأثیر دارد.

علاوه بر این، قابلیت سودآوری و ریسک نقش مهمی را در تعیین سیاست سود تقسیمی در بخش محصولات صنعتی مالزی ایفا می‌کند.

پرم<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۱)، در پژوهشی تحت عنوان "مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تصمیم‌گیری: ارتباط بین اهرم مالی، سود تقسیمی و فرصت رشد" نشان داد که بین اهرم مالی و فرصت رشد رابطه مثبتی وجود دارد و بین سود تقسیمی و فرصت رشد رابطه منفی وجود دارد. وی استدلال نمود که مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری یا فرصت رشد به فرصت‌های سازمان و نیز فرصت‌های موجود در اقتصاد برای خلق ارزش مرتبط می‌باشد و زمانی که مدیران درک بهتری در مورد سیاست‌های تصمیم‌گیری داشته باشند، امکان بهبود یا خلق ارزش برای سازمان افزایش می‌یابد.

محمدزاده (۱۳۹۵) در پژوهش خود به بررسی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت در بازار سرمایه ایران پرداخته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت تأثیر ندارد و رشد شرکت بر بازده دارایی تأثیر مثبت و معناداری دارد و بر ارزش افزوده بازار تأثیرگذار است. همچنین بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت تأثیرگذار می‌باشد.

رحمانی (۱۳۹۰) در پایان‌نامه خود به بررسی رابطه بین فرصت‌های 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 گشته‌اند. محاسبات با استفاده از نرم افزار SPSS18 انجام گرفته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان می‌دهند که با استفاده از ضریب همبستگی اسپیرمن و تحلیل رگرسیون خطی ساده بین فرصت‌های رشدی بالا و پایین و ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود دارد.

بنی‌مهد و فرزانه‌نوخندان (۱۳۹۰) در مقاله‌ای تحت عنوان "شناسایی عوامل تعیین‌کننده بر فرصت سرمایه‌گذاری با استفاده از رگرسیون" به بررسی عوامل تأثیرگذار بر فرصت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره زمانی ۷ ساله از سال ۸۲ الی ۸۸ می‌پردازند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد شاخص سودآوری، اهرم مالی، اندازه شرکت و نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی از جمله متغیرهای تأثیرگذار بر فرصت سرمایه‌گذاری می‌باشند. همچنین نتایج بیانگر آن است که رشد فروش و نوع مالکیت شرکت رابطه‌ای با فرصت سرمایه‌گذاری ندارند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که شاخص سودآوری بیشترین همبستگی را با فرصت سرمایه‌گذاری دارد.

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

## ۵ - فرضیه‌های پژوهش

در پژوهش حاضر با توجه به پژوهش‌های پیشین، ارتباط بین فرصت‌های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی که از جمله معیارهای ارزیابی خلق ارزش می‌باشد با ریزبینی و دقت بیشتری مجدداً بررسی خواهد شد و جهت ارزیابی عملکرد مدیران و استفاده مناسب از فرصت‌های سرمایه گذاری توسط آن‌ها و نیز حفظ منافع سرمایه گذاران و سایر ذینفعان می‌توان انتظار داشت فرصت‌های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی به صورت فرضیه‌های اصلی و فرعی زیر بیان شود.

- ۱) بین فرصت‌های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود دارد.
- ۱-۱- در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه گذاری بالا، بین فرصت‌های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲-۱- در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه گذاری متوسط، بین فرصت‌های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود دارد.
- ۳-۱- در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه گذاری پایین، بین فرصت‌های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود دارد.

## ۶- 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 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.

## ۷- 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 ۸۹ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۸۹ سهامشان در بورس مورد معامله قرار گیرد.

(۲) این شرکت‌ها نایبستی در طول سال‌های ۸۹ الی ۹۴ معاملاتشان در بورس دچار وقفه اساسی شده 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، مؤسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی یا واسطه‌گری نباشند.

(۷) اطلاعات مورد نیاز به منظور استخراج داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق در دسترس باشد. بنابراین جامعه آماری تحقیق تعداد ۴۷۰ شرکت می‌باشد و با در نظر گرفتن محدودیت‌های تحقیق بالا تعداد ۱۳۶ شرکت طی قلمرو زمانی تحقیق طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ نمونه آماری تحقیق را تشکیل می‌دهد.

## ۸- مدل مرتبط با آزمون فرضیه‌ها

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

$$CVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MVAGR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \epsilon_{it(\delta)}$$

### ۸-۱- متغیر وابسته

متغیر وابسته پژوهش حاضر ارزش افزوده نقدی می‌باشد.

اما در این پژوهش به پیروی از پژوهش انجام شده توسط رضوان حجازی و ملکی اسکویی، ارزش افزوده نقدی به شرح رابطه ۶ محاسبه می‌گردد.

(۶)

(سودهای تقسیمی + بهره پرداختی) - مالیات پرداختی - جریان نقدی عملیاتی = ارزش افزوده نقدی

## ۸-۲- متغیر مستقل

در این پژوهش، متغیر مستقل تحقیق فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. برای محاسبه فرصت‌های سرمایه‌گذاری روابط و عوامل مختلفی در تحقیقات در نظر گرفته می‌شود که در این پژوهش، متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری به پیروی از کومار و همکاران (۲۰۰۸) از طریق تحلیل عاملی سه متغیر شامل شدت سرمایه‌گذاری، نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی‌ها به دست می‌آید.

الف) متغیر شدت سرمایه‌گذاری

ب) نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی‌ها

ج) نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی‌ها

الف) متغیر شدت سرمایه‌گذاری

(۷)

$$INVINT = \sum_{i=t-2}^t \frac{(CapitalExpenditure + Acquisitions)_i}{(Depreciation)_i}$$

در معادله فوق عبارت Capital Expenditure بیانگر مخارج تحمل شده برای تحصیل دارایی‌های ثابت و نامشهود و Acquisitions بیانگر تغییر در جمع سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت طی دوره می‌باشد.

ب) نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی‌ها

(۸)

$$MVAGR = \sqrt{\frac{Market\ Value\ of\ Total\ Assets_t}{Market\ Value\ of\ Total\ Assets_{t-2}}}$$

Market Value of Total Assets = ارزش بازار جمع دارایی‌ها

ارزش بازار جمع دارایی‌ها = ارزش دفتری جمع دارایی‌ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

ج) نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی‌ها

(۹)

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

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

متغیرهای کنترلی تحقیق حاضر عبارت‌اند از: اندازه شرکت و نرخ بازده دارایی‌ها

(۱۰)

ارزش دفتری کل دارایی‌ها / سود خالص = نرخ بازده دارایی‌ها

دارایی‌ها: n: اندازه شرکت

## ۹ - یافته‌های پژوهش

برای آزمون نرمال بودن داده‌ها از آزمون جاکوبرا استفاده شده است که نتایج در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱- نتایج آزمون جارکو برا

متغیر	علامت	آماره J-B	Asymp(sig)
ارزش افزوده نقدی	CVA	۶/۵۷۱	۰/۱۲۱
فرصت‌های سرمایه گذاری	MKTBKASS	۵۵۹۲/۷۵۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۹/۶۶۷	۰/۰۸۸
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۱۱/۶۲۵	۰/۰۵۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج آزمون جارکو- برانشان می‌دهد که متغیر وابسته تحقیق (ارزش افزوده نقدی) دارای توزیع نرمال بوده (زیرا دارای سطح معناداری بالای ۵ درصد می‌باشد) لذا برای آزمون فرضیات مربوطه از روش‌های آماری پارامتریک استفاده می‌شود.



طوری که به ازای یک واحد افزایش در فرصت‌های سرمایه‌گذاری ۰/۰۳۰ واحد، متغیر ارزش افزوده نقدی افزایش می‌یابد.

جدول ۳- نتایج آزمون فرضیه اصلی

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معنی داری	آماره VIF
مقدار ثابت	C	-۰/۰۳۷	-۰/۷۶۱	۰/۴۴۶	-
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	MKTBKASS	۰/۰۳۰	۳/۹۲۲	۰/۰۰۰	۱/۲۵۵
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۲	۰/۷۳۰	۰/۴۶۵	۱/۰۴۳
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۷۰۳	۱۸/۲۹۹	۰/۰۰۰	۱/۲۵۵
آماره F (سطح معنی داری)		۱۷۳/۱۰۲ (۰/۰۰۰)		آماره دوربین واتسون	۱/۶۹۵
(ضریب تعیین)		۰/۳۹۰		آماره جارکو برا (سطح معنی داری)	۶/۵۷۱ (۰/۱۲۱)
آماره Godfrey		۰/۵۰۴		۰/۶۰۳Prob.	
آماره ARCH		۰/۱۰۶		۰/۷۴۴Prob.	
آماره Hausman		۱۰۴/۳۴۲		۰/۰۰۰Prob.	
آماره F-limer		۴/۵۲۸		۰/۰۰۰Prob.	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه فرعی اول (فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا)

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معنی داری	آماره VIF
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	MKTBKASS	۰/۱۲۳	۲/۳۵۱	۰/۰۳۱	۱/۰۲۲
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۳	۰/۷۷۶	۰/۴۳۷	۱/۰۱۶
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۳۵۱	۴/۳۲۶	۰/۰۰۰	۱/۰۰۶
مقدار ثابت	C	-۰/۰۶۰	-۰/۷۷۴	۰/۴۳۹	-
آماره F (سطح معنی داری)		۱۶/۱۲۱ (۰/۰۰۰)		آماره دوربین واتسون	۱/۹۷۵
(ضریب تعیین)		۰/۱۷		آماره جارکو برا (سطح معنی داری)	۴/۰۹۱ (۰/۱۰۶)
آماره Godfrey		۰/۵۰۶		۰/۶۰۳Prob.	
آماره ARCH		۰/۰۰۱		۰/۹۶۶Prob.	

منبع: یافته‌های پژوهشگر



در بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک نتایج آزمون جارکو برا گویای آن است که متغیر وابسته در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار می باشد بطوری که سطح معنی داری مربوط به این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ است (۰/۱۰۶). همچنین با توجه به این که مقدار آماره دوربین واتسون مدل مابین ۱/۵ و ۲/۵ است (۱/۹۷۵) لذا می توان گفت در مدل، مشکل خود همبستگی باقیمانده ها وجود ندارد. در نهایت با توجه به سطح معناداری متغیر فرصت های سرمایه گذاری (متغیر مستقل) که زیر ۰/۰۵ است لذا در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری بالا، بین فرصت های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به طوری که به ازای یک واحد افزایش در فرصت های سرمایه گذاری ۰/۱۲۳ واحد، متغیر ارزش افزوده نقدی افزایش می یابد.

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم (فرصت های سرمایه گذاری متوسط)

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معنی داری	آماره VIF
فرصت های سرمایه گذاری	MKTBKASS	-۰/۰۳۲	-۰/۵۶۵	۰/۵۷۲	۱/۰۱۶
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۳	-۰/۷۲۷	۰/۴۶۷	۱/۰۰۲
نرخ بازده دارایی ها	ROA	۰/۶۲۱	۹/۷۵۱	۰/۰۰۰	۱/۰۱۴
مقدار ثابت	C	۰/۱۳۴	۱/۲۶۱	۰/۲۰۸	-
آماره F (سطح معنی داری)		۳۲/۰۳۳ (۰/۰۰۰)	آماره دوربین واتسون	۱/۷۹۷	
(ضریب تعیین)		۰/۲۶۳	آماره جارکو برا (سطح معنی داری)	۵/۵۴۴ (۰/۰۹۵)	
آماره Godfrey		۱/۹۷۹	۰/۱۴۰Prob.		
آماره ARCH		۰/۰۸۱	۰/۷۷۵Prob.		

منبع: یافته های پژوهشگر

در بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک نتایج آزمون جارکو برا گویای آن است که متغیر وابسته در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار می باشد بطوری که سطح معنی داری مربوط به این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ است (۰/۰۹۵). همچنین با توجه به این که مقدار آماره دوربین واتسون مدل مابین ۱/۵ و ۲/۵ است (۱/۷۹۷) لذا می توان گفت در مدل، مشکل خود همبستگی باقیمانده ها وجود ندارد. در نهایت با توجه به سطح معناداری متغیر فرصت های سرمایه گذاری (متغیر مستقل) که بالای ۰/۰۵ است لذا در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری متوسط، بین فرصت های سرمایه گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود ندارد.

## جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم (فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین)

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معنی داری	آماره VIF
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	MKTBKASS	۰/۰۳۵	۲/۳۲۲	۰/۰۳۸	۱/۰۸۴
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۵	۰/۶۵۸	۰/۵۱۱	۱/۱۶۶
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۷۶۶	۱۱/۳۱۸	۰/۰۰۰	۱/۲۲۴
مقدار ثابت	C	-۰/۰۰۵	-۰/۰۴۴	۰/۹۶۴	-
آماره F		۵۴/۷۸۹		آماره دوربین	۱/۸۴۸
(سطح معنی داری)		(۰/۰۰۰)		واتسون	
(ضریب تعیین)		۰/۳۸۰		آماره چارکو برا	۵/۵۰۱
				(سطح معنی داری)	(۰/۰۸۵)
آماره Godfrey		۱/۰۵۹		۰/۳۴۷Prob.	
آماره ARCH		۰/۷۴۲		۰/۳۸۹Prob.	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج آزمون چارکو برا گویای آن است که متغیر وابسته در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار می‌باشند بطوری که سطح معنی داری مربوط به این آزمون بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است (۰/۰۸۵). همچنین با توجه به این که مقدار آماره دوربین واتسون مدل مابین ۱/۵ و ۲/۵ است (۱/۸۴۸) لذا می‌توان گفت در مدل، مشکل خود همبستگی باقیمانده‌ها وجود ندارد. در نهایت با توجه به سطح معناداری متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر مستقل) که زیر ۰/۰۵ است لذا در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین، بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به طوری که به ازای یک واحد افزایش در فرصت‌های سرمایه‌گذاری ۰/۰۳۵ واحد، متغیر ارزش افزوده نقدی افزایش می‌یابد.

## ۹-۳- تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه‌ها

تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه اصلی نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این فرضیه مورد تأیید قرار گرفت. تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه فرعی اول نشان می‌دهد که در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا، بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این فرضیه مورد تأیید قرار گرفت.

تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم نشان می‌دهد که در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری متوسط، بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود ندارد و در نتیجه این فرضیه رد شد.

تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم نشان می‌دهد که در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین، بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این فرضیه مورد تأیید قرار گرفت.

#### ۹-۴- نتایج آزمون تحلیل عاملی

برای انتخاب متغیرهای مناسب برای انجام تحلیل عاملی از آزمون KMO، که مقدار آن بین صفر و یک است، استفاده می‌شود. در صورتی که این مقدار بیشتر از ۰/۷۰ باشد همبستگی موجود میان داده‌ها برای تحلیل داده‌ها مناسب خواهد بود. همچنین برای اطمینان از مناسب بودن داده‌ها برای تحلیل عاملی، مبنی بر اینکه ماتریس همبستگی که پایه تحلیل عاملی قرار می‌گیرد برابر صفر است یا خیر (ماتریس واحداست یا خیر)، باید از آزمون بارتلت استفاده کرد. اگر این مقدار کمتر از ۰/۵۰ باشد، داده‌ها معنی‌دار است. نتایج این دو آزمون در جدول ۶ نشان داده شده است.

جدول ۷- نتایج آزمون KMO و بارتلت

۰/۵۱۰	KMO معیار مناسب برای نمونه‌گیری	
۳۵۲/۷۵۱	کای دو	آزمون بارتلت
۳	درجه آزادی	
۰/۰۰۰	معناداری	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در جدول ۶، با توجه به اینکه سطح معنی‌داری در آزمون بارتلت کمتر از ۰/۰۵ است، ماتریس همبستگی، ماتریس واحدا نیست و متغیرها با هم رابطه دارند. در جدول ۷، میزان واریانس مشترک بین یک متغیر با سایر متغیرهای استخراجی در تحلیل ارائه شده است. با توجه به جدول ۸ نرخ رشد ارزش بازار جمع‌داری‌ها بهترین نماینده است؛ زیرا با جزء اول کمترین همبستگی را دارد.

جدول ۸- مجموع واریانس‌ها

نام متغیر	جزء اول	جزء دوم
شدت سرمایه‌گذاری	۰/۸۷۳	۰/۷۷۱
نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی‌ها	۰/۸۸۳	-۰/۷۷۹
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی‌ها	۰/۲۷۰	۰/۲۳۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۱۰- بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که به طور کلی بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود دارد و نیز در شرکت‌های با فرصت سرمایه‌گذاری بالا، بین فرصت سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه‌ای مثبت و معنادار و در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین، بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری متوسط، بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود ندارد. زمانی که مدیران درک بهتری در مورد تصمیماتی که اتخاذ می‌کنند داشته باشند و در واقع از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالاتری استفاده کنند و بتوانند عملکرد خوبی ارائه دهند، امکان خلق ارزش برای سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد و در واقع این امر انتظارات و ثروت سهامداران را بهبود می‌بخشد و می‌تواند درآمد و سود بالایی را با استفاده از وجوه سرمایه‌گذاری شده<sup>۱</sup> سهامداران کسب نماید. زمانی که شرکت فرصت سرمایه‌گذاری پایینی داشته باشد شرکت ارزش افزوده نقدی پایین‌تری داشته و در نتیجه عملکرد ضعیفی نیز خواهد داشت. سرمایه‌گذاران همواره به دنبال استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری و کسب بازده بیشتر هستند و اگر شرکت قادر به ایجاد ارزش نباشد، حتی اگر سود خالص بالایی نیز داشته باشد، حاضر به سرمایه‌گذاری در این شرکت نخواهند بود زیرا آن‌ها می‌توانند با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دیگر با ریسک مشابه، حداقل بازدهی معادل هزینه سرمایه کسب نمایند و از طرف دیگر در چنین شرکت‌هایی، منافع سهامداران بالفعل و نیز سایر ذینفعان به خطر می‌افتد.

در نهایت پیشنهادهای ناشی از یافته‌های پژوهش به قرار زیر می‌باشد:

- ۱) ارتباط بین جریان نقد آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده اقتصادی
- ۲) ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود و بهره‌وری سرمایه
- ۳) ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ریسک بازار و ارزش شرکت

## فهرست منابع

- ۱) افلاطونی، عباس، (۱۳۹۵)، "تأثیر رشد شرکت بر رابطه بین ارزش بازار، ارزش دفتری و سود"، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره سی و یکم، سال هشتم، صص ۲۱ - ۱.
  - ۲) بنی مهد، بهمن، فرزانه نوخندان، متین، (۱۳۹۳)، "شناسایی عوامل تعیین کننده بر فرصت سرمایه گذاری با استفاده از رگرسیون"، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره بیست و یکم، سال ششم، صص ۲۲۳ - ۲۰۷.
  - ۳) سعادت سعادت آبادی، راضیه، (۱۳۹۱)، "رابطه مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه گذاری با در نظر گرفتن نقش سهامداران کنترل کننده"، پایان نامه ارشد، دانشگاه الزهرا.
  - ۴) حجازی، رضوان، ملکی اسکویی، ملک تاج، (۱۳۸۶)، "مروری بر مفاهیم و ادبیات ارزش افزوده نقدی"، نشریه دانش و پژوهش حسابداری، شماره یازدهم، سال سوم، صص ۲۹ - ۲۴ و ۷۵ - ۷۳.
  - ۵) خداپرست شیرازی، جلیل، طالب نیا، قدرت اله و طاهره مصلی نژاد، (۱۳۹۱)، "محتوای اطلاعاتی نسبی و افزایشی سود در مقابل نرخ‌های باز یافت وجوه نقد برای ارزیابی عملکرد شرکت"، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره چهاردهم، سال چهارم، صص ۲۲ - ۱.
  - ۶) شورورزی، محمد رضا و ایمان آزاد وار، (۱۳۸۹)، "تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت‌های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت‌ها"، مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره ششم، صص ۲۳ - ۱۳.
  - ۷) داموداران، آسوات، (۱۳۸۷)، "ارزش گذاری سهام، مفاهیم و مدل‌های کاربردی"، ترجمه شرکت تأمین سرمایه امین، چاپ اول پاییز ۸۷.
  - ۸) رحمانی، فرزانه، (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین فرصت‌های رشد و ارزش افزوده نقدی"، پایان نامه ارشد، دانشگاه آزاد واحد تهران مرکز، دانشکده اقتصاد و مدیریت.
  - ۹) قنبر زاده، مجتبی، (۱۳۸۵)، "بررسی ارتباط بین هموارسازی سود و ارزش افزوده اقتصادی (EVA)"، پایان نامه ارشد، دانشگاه آزاد واحد تهران مرکز، دانشکده اقتصاد و مدیریت.
  - ۱۰) محمدزاده، حیدر، (۱۳۹۵)، "تأثیر فرصت‌های سرمایه گذاری، رشد شرکت و بهره وری سرمایه بر عملکرد شرکت در بازار سرمایه ایران"، نشریه مدیریت بهره وری (فراسوی مدیریت)، سال نهم، شماره سی و ششم، صص ۱۶۲ - ۱۴۱.
- 11) Adam, Tim. Goyal, Vidhan K., (2008), "The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables", The Journal of Financial Research, PP. 41 - 63.
- 12) Baber, W. Janakiraman, S. Kang, S-H. (1996), "Investment Opportunities & the Structure of Executive Compensation", Journal of Accounting & Economics, 21, PP. 297-318.

- 13) Danbolt, J. and Hirst, I. and Jones, E. (2002), "Measuring Growth Opportunities", *Applied Financial Economics*, 12(3), PP.203-212
- 14) Fernandez, Pablo, (2013), "Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation ", IESE Business School, PP.1-12
- 15) Fernandez, Pablo, (2013), "Company Valuation Methods", IESE Business School, PP.1-18
- 16) Fernandez, Pablo., (2013), "Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 9 Theories", IESE Business School, PP.1-16
- 17) Fernández, Pablo, (2001), "A Definition of Shareholder Value Creation", IESE Business School, PP. 1-10
- 18) Gaver, J. Gaver, K. (1993), "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set & Corporate Financing Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Accounting and Economics*, 16, PP.125-160.
- 19) Giriati (2016), "Free Cash Flow, Dividend Policy, Investment Opportunity Set, Opportunistic Behavior and Firm's Value (A Study Agency Theory)", [www.elsevier.com/locate/frl](http://www.elsevier.com/locate/frl), PP. 248-254.
- 20) Kaaro, Hermeindito (2002), "Searching Proxies of Investment Opportunity Sets and Identifying Information content", *Journal Manajemen & Kewirausahaan* Vol. 4, No. 1, PP. 36 – 45.
- 21) Kallapur, S and M. A. Trombly (2001), "The Investment Opportunity Set; Determinants, Consequences and Measurement", *Journal of Managerial Finance*, Vol. 27, No. 3, PP. 3 - 15.
- 22) Miton, T. (2007), "Why Have Debt Ratios Increased for Firms in Emerging Markets?", *European Financial Management*, 14(1), PP.127 – 151.
- 23) Myers, S. C., and N. S. Majluf, (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information that Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, PP. 187-221.
- 24) 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
- 25) Riahi Belkaoui, Ahmed (۲۰۰۰), "Accounting and the Investment Opportunity Set", Publisher: Praeger
- 26) San Martin-Reyna, Juan M. Durán-Encalada, Jorge A. (2012), "Ownership Structure, Firm Value and Investment Opportunities Set: Evidence from Mexican Firms", *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation (JEMI)*, Vol. 8, Issue 3, PP. 35-57.
- 27) Shahtemoori 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, PP. 123-136.
- 28) Stagliano, Raffaele. Andrieu, Guillaume, (2016), "Impact of the Growth Opportunities of Influential Firms on Future Investment Intentions: A Cross-country Study", *journal Homepage: www.elsevier.com/locate/frl*, PP. 1-6.

- 29) Sualekhattak. Muhammad and Hussain. CH Mazher, (2017), "Do Growth Opportunities Influence the Relationship of Capital Structure, Dividend Policy and Ownership Structure with Firm Value: Empirical Evidence of KSE?", Journal of Accounting & Marketing, PP. 1 – 11.
- 30) Venanzi, Daniela, (2010), "Fncial Performance Measures and Value Creation: A Review", Department of Economics, PP.1-36

یادداشت‌ها

1. Venanzi از
2. Sualekhattak and Hussain
3. Mitton
4. Gordon
5. Valter
6. Kester
7. Brealey
8. Jo Danbolt, Ian Hirst and Edward Jones
9. Investment Opportunity Set
10. Giriati
11. Karro
12. Prem