



## واکنش انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار نسبت به اطلاعات مالی

### سیده معصومه سجادی اصل<sup>۱</sup>

۱ کارشناس مالی شرکت توزیع نیروی برق استان خوزستان  
آدرس پست الکترونیک ([m.sajadi69@chmail.ir](mailto:m.sajadi69@chmail.ir))

### سهیل مطوریان پور<sup>۲</sup>

۲ مدیریت توزیع نیروی برق شهرستان امیدیه

### عادل مرزوقی اصل<sup>۳</sup>

۳ مدیر مالی شرکت توزیع نیروی برق استان خوزستان

### علی اکبر بیرونی<sup>۴</sup>

۴ کارشناس مالی شرکت توزیع نیروی برق استان خوزستان  
آدرس پست الکترونیک ([Biroonialiakbar@gmail.com](mailto:Biroonialiakbar@gmail.com))

### چکیده

این پژوهش به بررسی رابطه بین انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار و نسبت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. از این رو نسبت های مالی به عنوان متغیرهای مستقل و انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار شرکت ها به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. بدین منظور نمونه ای متشکل از ۶۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی سال های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفت. در نهایت از نرم افزارهای Excel و Eviews و رگرسیون چند متغیره و روش اثرات ثابت جهت آزمون فرضیه های پژوهش استفاده شده است. نتایج بررسی نشان می دهد که بین نسبت دارایی ثابت به کل دارایی ها و انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد، بین نرخ بازده دارایی و انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار شرکت رابطه منفی و معنادار وجود دارد و بین نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار شرکت رابطه ی معنادار وجود ندارد، بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار شرکت رابطه ی معنادار وجود ندارد.

واژه های کلیدی: نسبت های مالی، نرخ رشد پایدار، نرخ رشد واقعی، اندازه شرکت

## مقدمه

بخش عمده ی اطلاعاتی که برای تصمیم گیری مورد نیاز است اطلاعات حسابداری است (دستگیر و اسماعیل پور، ۱۳۸۸). بدیهی است به کارگیری اطلاعات حسابداری در تصمیم گیری ها بدون تجزیه و تحلیل آن ها چندان اثربخش نبوده و حتی ممکن است موجب گمراهی استفاده کنندگان نیز گردد. در صورتی که با تجزیه و تحلیل آن ها می توان اطلاعات بسیار ارزشمندی را در اختیار سرمایه گذاران قرار داد و آن ها را در اتخاذ تصمیمات منطقی و آگاهانه ی اقتصادی یاری نمود. از میان روش های موجود در تجزیه و تحلیل اطلاعات حسابداری تاکید ویژه ای بر نسبت های مالی شده است. تجزیه و تحلیل نسبت های مالی همواره به عنوان ابزاری جهت ارزیابی اطلاعات مالی به نحو گسترده ای مورد توجه قرار گرفته است و بسیاری از سرمایه گذاران و مدیران مالی جهت تجزیه و تحلیل صورت های مالی از تکنیک فوق یاد می کنند (ماکمان و گرانترا، ۲۰۱۴). نسبت های مالی یکی از ابزارهای مهم ارزیابی شرکت ها توسط سرمایه گذاران و نیز ابزاری برای مدیریت واحد تجاری به ارزیابی وضعیت موجود و هم چنین پیش بینی وضعیت آتی واحد تجاری است. نشانه های خطر درباره منظور تردید جهت حفظ تداوم فعالیت واحد مورد رسیدگی می تواند از صورت های مالی یا منابع دیگر به دست آید (نمازی و رستمی، ۱۳۸۵).

در واقع نسبت های مالی واقعیت های مهمی را در ارتباط با عملیات و وضعیت مالی یک شرکت آشکار می سازد. فایده محاسبه نسبت های مالی آن است که رابطه بین اقلام عمده صورت های مالی دقت پیدا می کند. همچنین با استفاده از آن مشکلات و نقاط ضعف و قوت مالی شرکت ها تعیین می گردد. البته نسبتها وقتی بیشتر مفهوم پیدا می کنند که با سایر نسبت ها در گذشته همان شرکت و یا با موسسات مشابه و یا با استاندارد های مطلوب صنعت مربوط مقایسه شوند (احمدپور و ابراهیم پور، ۱۳۹۰).

یک گروه از نسبت های مورد استفاده در تجزیه و تحلیل وضعیت مالی واحد انتفاعی نسبت های نقدینگی می باشند. نسبت های نقدینگی توان واحد انتفاعی را برای ایفای تعهدات کوتاه مدت خود از محل دارایی های نقدی نشان می دهد. اساس کاربرد این نسبت ها بر این فرض استوار است که دارایی های جاری، منبع اصلی شرکت برای بازپرداخت بدهی های جاری است و مدیران شرکت ها می توانند با استفاده از این نسبت ها، قدرت موسسه خود را در بازپرداخت بدهی های کوتاه مدت مورد سنجش قرار می دهند. علاوه بر مدیران و سهامداران شرکت، اطلاع از این گروه نسبت ها برای بستانکاران تجاری و وام دهندگان کوتاه مدت نیز مفید خواهد بود چرا که این دسته از افراد برای وام دهی بیش از هر چیز وضعیت نقدینگی شرکت را مورد توجه قرار می دهند. بنابراین نامطلوب بودن این نسبت ها باعث می شود که شرکت توانایی وام گیری خود را از دست بدهد و یا اعتبار دهندگان شرایط سخت تری را برای اعطای وام به شرکت در نظر بگیرند (مون و تاندون، ۲۰۰۷).

قابل ذکر است که یکی از مهم ترین اهداف شرکت حداکثر نمودن ارزش سهام شرکت و به تبع آن حداکثر کردن ثروت صاحبان سهام می باشد. این امر به دو طریق امکان پذیر است:

۱- کاهش ریسک اوراق بهادار شرکت بدون این که بازده این اوراق کاهش یابد.

۲- ثابت نگه داشتن ریسک و افزایش دادن بازده سهام شرکت به طور همزمان.

مطابق این معیارها هنگامی که بازده اوراق بدون تغییر ریسک افزایش پیدا کند شرکت به هدف خود دست یافته است. بدین منظور مدیران می بایستی فروش شرکت را افزایش دهند بدون این که ریسک افزایش پیدا کند یعنی نسبت اهرمی شرکت بدون تغییر باقی بماند (سولانگا و جینترا، ۲۰۱۴).

در حقیقت مدیریت رشد نیازمند توازن دقیق اهداف فروش شرکت با کارایی عملیاتی و منابع مالی آن می باشد. نکته مهم این است که عدم کنترل بر رشد فروش می تواند منجر به ورشکستگی شود زیرا همزمان با رشد فروش نیاز به نقدینگی نیز افزایش می یابد بنابراین ممکن است شرکت با کمبود نقدینگی مواجه شود. البته شرکت می تواند در این حالت مشکل کمبود نقدینگی خود را

<sup>1</sup> Markman & Gartner

<sup>2</sup> Moon & Tandon

<sup>3</sup> Sulagna & Jitendra

با دریافت اعتبار مرتفع سازد اما ظرفیت وام گیری هر شرکت محدود است مدیران می بایستی به این نکته توجه لازم را مبذول دارند. اما در صورتی که شرکت به دریافت اعتبار روی آورد و بدین نحو بخشی از سرمایه گذاری خود را تامین نماید ریسک شرکت افزایش خواهد یافت به عبارت بهتر به موازات افزایش بازده ریسک نیز افزایش یافته است. پس هدف اصلی شرکت "حداکثرکردن ثروت سهامداران" تامین نگردیده است. برای غلبه بر این مشکل مدیران می بایستی رشد فروش را به نحوی تامین نمایند که با ظرفیت ها و منابع سازمانی شرکت مطابقت و سازگاری کامل داشته باشد. (رستگار، ۱۳۸۷).

برای تعیین میزان بهینه رشد فروش می توان از مدلی تحت عنوان مدل رشد پایدار بهره گرفت. با استفاده از این مدل می توان نرخ رشد پایدار را محاسبه نمود. نرخ رشد پایدار بالاترین درصد افزایش قابل دستیابی در فروش سالانه است که منابع مالی لازم را برای حمایت از آن بدون نیاز به انتشار سهام جدید و تنها از طریق بدهی و سود انباشته قابل تامین است. نرخ رشد به دست آمده از این مدل با نرخ واقعی شرکت مقایسه می گردد که حاصل این مقایسه نشان دهنده وضعیت رشد واقعی شرکت در مقابل رشد پایدار آن می باشد. اگر حاصل عبارت (انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار) یک عدد مثبت باشد بدین معنی است که شرکت بیش از توان مالی و عملیاتی سازمان خود رشد نموده و با خطر کمبود نقدینگی روبروست. اگر حاصل عبارت (انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار) یک عدد منفی باشد یعنی شرکت از منابع سازمانی خود به صورت کارا و اثر بخش استفاده نکرده است و احتمالاً دارای وجوه نقد مازاد خواهد بود و می بایستی این وجوه را به طریقی به کار گیرد (محمودی و همکاران، ۱۳۹۴). لذا مساله اصلی در پژوهش حاضر بررسی تاثیر اطلاعات مالی بر انحراف نرخ واقعی از نرخ رشد پایدار یا همان واکنش این انحراف نسبت به اطلاعات مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

## مروری بر مبانی نظری پژوهش

رشد واحدهای تجاری فرآیندی پویاست که به منابع شرکت، شرایط بازار، استراتژی و خصوصیات شرکت بستگی دارد. رشد یک شرکت به دو جز قابل تقسیم است: ۱. رشد داخلی، ۲. رشد خارجی. به عبارتی یک شرکت به دو طریق می تواند رشد نماید. یکی از این راه ها، توسعه دارایی های فعلی و فعالیت های تجاری است که این حالت را رشد داخلی می نامند. راه دیگر، ترکیب با سایر شرکت ها یا شرکت های فرعی می باشد که رشد خارجی نام دارد. رشد خارجی که به وسیله ترکیب های تجاری (ادغام، تلفیق یا تحصیل سهام) به دست می آید ممکن است نسبت به رشد داخلی هزینه های بیشتری را در بر داشته باشد (نوروش و یزدانی، ۱۳۸۹).

دامنه فعالیت و اندازه شرکت با ارزش کل دارایی های آن تعیین می شود. اگر معیار سنجش ارزش دفتری باشد ارزش شرکت به وسیله مجموع دارایی های شرکت تعیین می شود. در این صورت نرخ رشد بر حسب درصد تغییر سالانه در کل دارایی های شرکت (مندرج در تراز نامه) محاسبه می شود. همانطور که از تعریف فوق بر می آید تغییر در ارزش دارایی ها نشانه ارزش به حساب می آید. در این زمینه باید گفت که مهم ترین عامل رشد شرکت و یا به عبارت دیگر محرک اصلی افزایش دارایی ها افزایش میزان فروش شرکت است. هر شرکتی برای انجام فعالیت های خود نیاز به یک سری دارایی ها دارد. هنگامی که قرار است سطح فعالیت های تولیدی تجاری و نهایتاً فروش شرکت افزایش یابد شرکت مجبور است سطح دارایی های خود را نیز افزایش دهد. بنابر این می توان گفت حجم دارایی هایی که در شرکت نگهداری می شود در ارتباط مستقیم با سطح فروش شرکت قرار دارد. از این موضوع تحت عنوان رشد داخلی یاد می شود که عبارت است از به کارگیری مجدد وجوه داخلی حاصل از فروش محصولات شرکت در جهت حمایت از رشد داراییها. به عبارت دیگر زمانی یک شرکت دارای رشد داخلی است که عملیات تولیدی و تجاری باعث افزایش فروش محصولات و سود آن گردد. طبیعی است که وجوه داخلی ایجاد شده بواسطه فروش اضافی دوباره برای حمایت از افزایش سطح عملیات تولیدی و تجاری به کار گرفته شوند و ممکن است در قالب دارایی های جدید یا افزایش میزان دارایی های قبلی ظاهر شوند. از آن جا که دارایی های شرکت همواره درصد معینی از فروش شرکت را تشکیل می دهند با افزایش فروش نیاز به سرمایه گذاری بیشتر در سرمایه در گردش ضروری می گردد. فروش واقعی و پیش بینی شده شرکت بر مقدار سرمایه در گردش



که به مصرف می رساند و مجبور است آن را تأمین کند اثر بسیار شدیدی دارد. فروش شرکت بر حجم دارایی ها و بدهی های جاری اثر مستقیم دارد و باعث می شود که این اقلام خود به خود افزایش یابند (کیمیاگری و عینعلی، ۱۳۸۷). هر قدر رشد فروش شرکتی بیشتر باشد وجوه بیشتری مورد نیاز خواهد بود. در این زمینه بایستی به نکات زیر توجه لازم را مبذول داشت (رحیمیان و توکل نیا، ۱۳۹۲):

- ۱- **انعطاف پذیری مالی**: اگر نرخ رشد شرکت اندک باشد شرکت برای تأمین مالی به منابع مالی خارجی نیاز ندارد. گذشته از این هر چقدر که نرخ رشد بیشتر باشد مقدار سرمایه مورد نیاز بیشتر خواهد شد.
  - ۲- **اثر سیاست تقسیم سود بر شیوه تأمین نیازهای مالی**: هر قدر نسبت سود پرداختی بیشتر باشد مبلغ کمتری به سود انباشته اضافه خواهد شد و در نتیجه باید مبلغ بیشتری از سرمایه را از خارج تأمین کرد. از این رو اگر شرکت مشکلات تأمین سرمایه ای را پیش بینی نماید باید به مساله کم شدن سود تقسیمی توجه داشته باشد. ولی مدیریت پیش از این که سیاست تقسیم سود را تغییر دهد باید به آثار ناشی از چنین تقسیمی بر قیمت سهام توجه نماید.
  - ۳- **تراکم سرمایه**: مقدار دارایی لازم برای هر ریال فروش را نسبت تراکم سرمایه می نامند. این نسبت بر سرمایه مورد نیاز اثری عمده دارد. اگر نسبت تراکم سرمایه کم باشد بدون این که سرمایه ای از خارج تأمین شود، فروش می تواند رشدی سریع داشته باشد. ولی اگر شرکت دارای تراکم سرمایه است حتی یک رشد اندک در فروش نیاز به مقدار زیادی سرمایه دارد که باید از خارج تأمین شود.
  - ۴- **سود ناویژه**: سود ناویژه نیز یکی از عوامل تعیین کننده محسوب می شود. هر قدر سود ناویژه بیشتر باشد وجوه مورد نیاز کمتر خواهد شد. به سبب وجود رابطه بین سود ناویژه و سرمایه اضافی مورد نیاز، برخی از شرکت ها که دارای رشد سریع هستند برای تأمین سرمایه نباید به منابع خارجی مراجعه کنند.
- چندین معیار برای اندازه گیری رشد وجود دارد یکی از این معیارها، رشد بدون کمک گرفتن از منابع تأمین مالی بیرونی است. چنین رشدی رشد پایدار نامیده می شود. برای سنجش میزان این رشد می توان از شاخصی به نام «نرخ رشد پایدار» استفاده نمود. برای نرخ رشد پایدار تعاریف متعددی ارائه شده است که در زیر به برخی از آنها اشاره می گردد (رحیمیان و توکل نیا، ۱۳۹۲):
- ۱- نرخ رشد پایدار، بالاترین درصد افزایش قابل دستیابی در فروش سالانه است که منابع لازم برای حمایت از آن بدون نیاز به انتشار سهام جدید و تنها از طریق بدهی و سود انباشته قابل تأمین است. به عبارت دیگر عایدات شرکت رشد می نماید در حالیکه میزان ریسک موجود دریافت مالی ثابت باقی می ماند.
  - ۲- نرخ رشد پایدار، حداکثر درصد افزایش سالانه در فروش است که یک شرکت می تواند آن را با حفظ تعادل ساختار سرمایه کسب نماید.
  - ۳- نرخ رشد پایدار بالاترین درصد افزایش فروش دست یافتنی بر پایه اهداف عملیاتی بدهی و نرخ های پرداخت سود سهام فعلی است.
- با وجود اینکه محاسبه نرخ رشد پایدار جایگزینی مناسب برای تجزیه و تحلیل های تفصیلی به شمار نمی آید اما چندین مزیت قابل توجه را دارا می باشد (نمازی و رستمی، ۱۳۸۵):
- ۱- در صورتی که نرخ رشد پایدار به عنوان یک «معیار ارزیابی» مورد ارزیابی قرار گیرد می تواند با نرخ های پیش بینی شده مقایسه شود. اگر نرخ های رشد پیش بینی شده به طور عمده ای متفاوت از نرخ رشد پایدار باشند نشان می دهند که چنین تغییراتی نیازمند تغییر در ساختار سرمایه شرکت، فرایند های پیش بینی و یا هر دو است.
  - ۲- محاسبه نرخ رشد پایدار بسیار ساده است.



- ۱- به نظر می رسد که تجزیه و تحلیل صورت های مالی ممکن است باعث آرایه اطلاعات جدید به بازار شود. در چنین حالتی تجزیه و تحلیل صورت های مالی لزوماً با فرضیه بازار کارا ناسازگار نیست بلکه می تواند بخشی مهم از فرایندی باشد که سبب شود قیمت های اوراق بهادار به طور کامل تمام اطلاعات موجود را منعکس سازد.
  - ۲- بسیاری از تصمیم گیرندگان از کارایی بازار بی اطلاع بوده و یا اصلاً اعتقادی به این امر ندارند و شاید هم اصلاً رفتاری سازگار با کارایی بازار نداشته باشند. از این رو عده ای از تصمیم گیرندگان بدون توجه به کارایی بازار ممکن است به تجزیه و تحلیل صورت های مالی بپردازند درک تکنیک های تجزیه و تحلیل صورت های مالی می تواند حسابداران را در تهیه صورت های مالی سودمندتر یاری دهد.
  - ۳- اوراق بهادار بسیاری از شرکت ها در بازارهای سازمان یافته معامله نمی شود زمانی که مقرر می شود این اوراق بهادار به طور عام عرضه شوند تعیین قیمت پیشنهادی مناسب اجتناب ناپذیر خواهد بود. تعیین این قیمت معمولاً توسط پذیره نویسان و مبتنی بر تجزیه و تحلیل اطلاعات صورت های مالی انجام می شود.
  - ۴- موسسات وام گیرنده قبل از اعطای وام از وام گیرندگان می خواهند که صورت های مالی خود را به منظور تجزیه و تحلیل در اختیار آنها گذارند. به علاوه بسیاری از این موسسات حفظ روابط مالی خاص یا نسبت هایی را در مفاد قراردادهای وام افراد می سازند و بر این نسبت ها نظارت دارند
- رشد شرکت با تغییر در میزان فروش آن سنجیده می شود. فروش شرکت بر حجم دارایی ها و بدهی های جاری اثر مستقیم دارد و در صورت افزایش فروش، این ارقام نیز افزایش می یابند، برای مثال خریده ها به موجودی کالا و حسابهای پرداختنی تبدیل شده و فروش باعث ایجاد وجه نقد و حسابهای دریافتنی می گردد (دستگیر و اسماعیل پور، ۱۳۸۵). از آن جایی که نسبت جاری از تقسیم دارایی های جاری بر بدهی های جاری به دست می آید پس می توان چنین بیان نمود که رشد فروش (نرخ رشد واقعی) به دلیل این که بر دارایی ها و بدهی های جاری موثر است می تواند نسبت های نقدینگی - علی الخصوص نسبت جاری و آبی - را تحت تاثیر خود قرار دهد. این قضیه در مورد حسابهای دریافتنی نیز مصداق پیدا می کند زیرا رشد فروش باعث ایجاد حسابهای دریافتنی می گردد. همان گونه که در بالا توضیح داده شد رشد فروش افزایش موجودی کالا و افزایش حسابهای پرداختنی را نیز در پی خواهد داشت، بنابراین رشد فروش می تواند نسبت های گردش موجودی کالا و دوره ی حسابهای پرداختنی را نیز تحت تاثیر قرار دهد. پس می توان چنین نتیجه گرفت که وجود هر گونه نوسان در نرخ رشد واقعی (رشد فروش شرکت) و در نتیجه انحراف آن از نرخ رشد استاندارد (رشد پایدار) بر نسبت های مالی شرکت موثر می باشد.

### پیشینه پژوهش

محمودی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین فرصت رشد (پایین) و بدهی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این پژوهش با استفاده از اطلاعات مربوط به ۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۸۴ تا ۸۹، تلاش می کند تا به بررسی رابطه بین فرصت رشد و بدهی در سطح پایین فرصت رشد بپردازد. این اطلاعات از صورت های مالی موجود در پایگاه های اطلاعاتی همچون نرم افزار تدبیر پرداز استخراج شده اند. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های رگرسیون چند متغیره بهره گرفته شده است؛ نتایج آزمون فرضیه ی پژوهش نشان می دهد در شرکت هایی که فرصت رشد پایینی دارند، رابطه منفی و معناداری بین فرصت رشد و سطح اهرم بدهی وجود دارد.

احمدپور و همکاران (۱۳۹۲) رابطه بین تغییرات در سهم بازار فروش و آثار آن بر بازده حقوق صاحبان سهام و فرصت های رشد آتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. این پژوهش با استفاده از اطلاعات مربوط به ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۸۴ تا ۹۱ پرداخته شد. آن ها دریافتند که رابطه معناداری بین انحراف نرخ رشد و بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد.



رحیمیان و توکل نیا (۱۳۹۲) رابطه اهرم مالی و ارتباط آن با درمادگی مالی و فرصت های رشد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نمونه مورد استفاده در این مطالعه، مشتمل بر ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ است و برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که انحراف نرخ رشد با اهرم مالی (بدهی بر حقوق صاحبان سهام) ارتباط معناداری وجود ندارد. کالینگ (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان معیارهای رشد و سودآوری در شرکت های استرالیایی در طی سال های ۲۰۰۷ الی ۲۰۱۳ در پژوهش های خود به این نتیجه رسید که بین رشد فروش و آهنگ سودآوری رابطه مثبتی یافتند. ماکمان و گرانتز (۲۰۱۴) اثر نرخ رشد مورد انتظار فروش بر سودآوری ۵۰۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۹۹۴ تا ۱۹۹۸ پرداخته اند، آنها دریافتند که رشد فروش بالا (در ارتباط با فروش و تعداد کارمندان) با سودآوری (ROE و ROA) رابطه معناداری نداشته است.

سولانگا و جینترا (۲۰۱۴) تحت عنوان رابطه بین انحراف نرخ رشد و پویایی ساختار سرمایه در نه صنعت شامل ۸۹۱ شرکت، برای سال های ۱۹۹۳-۱۹۹۴ و ۲۰۰۸-۲۰۰۷، انجام دادند، از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی ها به عنوان نماینده ی انحراف نرخ رشد و از سه معیار، کل بدهی ها به کل دارایی ها، کل بدهی ها به مجموع کل بدهی ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، و کل تعهدات به مجموع کل تعهدات و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام استفاده کردند. نتایج به دست آمده از این تحقیق، رابطه ی منفی معناداری را بین انحراف نرخ رشد و اهرم مالی شرکت ها بیان می کند.

## فرضیه های تحقیق

فرضیه اول: بین انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار و نسبت دارایی ثابت به کل دارایی ها رابطه ی معنی داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار و نرخ بازده دارایی ها رابطه ی معنی داری وجود دارد.  
فرضیه سوم: بین انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه ی معنی داری وجود دارد.  
فرضیه چهارم: بین انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت رابطه ی معنی داری وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار و اندازه شرکت رابطه ی معنی داری وجود دارد.

## روش اجرای پژوهش

### مدل پژوهش

$$DETEUR\ RGR\ \&\ SGR = \beta_0 + \beta_1 (FA/TA) + \beta_2 (ROA) + \beta_3 (ROE) + \beta_4 (DE/SE) + \beta_5 (SIZE) + \epsilon$$

که در این مدل:

DETEUR RGR & SGR\_ انحراف نرخ رشد واقعی و نرخ رشد پایدار

FA/TA\_ نسبت دارایی ثابت به کل دارایی ها

ROA\_ نرخ بازده دارایی ها

ROE\_ نسبت بازده حقوق صاحبان سهام

DE/SE\_ نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام

SIZE\_ اندازه شرکت

$\epsilon$ \_ درجه خطا

<sup>1</sup> Cowling

نحوه ی سنجش متغیرها به شرح زیر می باشد:

### متغیر وابسته

انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار در این تحقیق متغیر وابسته محسوب می شود. نرخ رشد واقعی: درصد تغییر سالانه در ارزش کل دارایی های شرکت است. نرخ رشد پایدار: بالاترین درصد افزایش قابل دستیابی در فروش سالانه است که منابع مالی لازم برای حمایت از آن بدون نیاز به انتشار سهام جدید و تنها از طریق بدهی و سود انباشته قابل تامین است.

### متغیرهای مستقل

- ۱- نسبت دارایی ثابت به کل دارایی ها: این نسبت از تقسیم دارایی های ثابت بر کل دارایی ها بدست می آید. این نسبت متداول ترین وسیله برای اندازه گیری قدرت پرداخت بدهی های کوتاه مدت است.
- ۲- نرخ بازده دارایی ها: از تقسیم سود خالص (سود ویژه بعد از مالیات) بر جمع دارایی های شرکت به دست می آید.
- ۳- نسبت بازده حقوق صاحبان سهام: این نسبت از تقسیم سود خالص بر حقوق صاحبان سهام بدست می آید.
- ۴- نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام: حاصل تقسیم بدهی ها به حقوق صاحبان سهام شرکت که نشان دهنده رابطه متوسط بین دو متغیر است. این نسبت نشان می دهد جمع بدهی ها اعم از جاری و بلندمدت چه نسبتی با حقوق صاحبان سهام دارد.
- ۵- اندازه شرکت: عبارتست از لگاریتم طبیعی ارزش مجموع دارایی ها

### جامعه آماری

هدف از انجام تحقیق، شناخت و پیش بینی یک پدیده در یک جامعه آماری است. برای کسب شناخت از آن پدیده، نمونه هایی از آن جامعه انتخاب می شود و تجزیه و تحلیل ها بر روی این نمونه انجام شده و سپس، نتایج بدست آمده به کل جامعه آماری تعمیم داده می شود. جامعه آماری مورد نظر تحقیق شرکت هایی هستند که در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده اند و از ویژگی های زیر برخوردار هستند:

- ۱- سال مالی آن ها منتهی به ۲۹ / ۱۲ / باشد.
  - ۲- در طول مدت ذکر شده گزارش های مالی لازم را به بورس اوراق بهادار ارائه نموده باشند.
  - ۳- طی دوره مورد بررسی زیان ده نباشند.
  - ۴- شرکت، سرمایه گذاری یا جزو موسسات مالی و اعتباری نباشد.
  - ۵- وقفه ی معاملاتی بیشتر از سی روز نداشته باشد.
  - ۶- طی دوره ی مورد بررسی تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت نداشته باشد.
  - ۷- داده های مورد نیاز برای محاسبه متغیرها طی دوره مورد بررسی موجود باشد.
- دلیل انتخاب شرکت های پذیرفته شده در بورس عبارت است از:
- الف- وجود شرکت های متنوع که در صنایع گوناگون فعالیت دارند.
- ب- در دسترس بودن آمار و اطلاعات این شرکت ها به طور کامل.
- پ- برخورداری از حداقل شرایط سازمانی، زیرا این شرکت ها در بورس اوراق بهادار مورد پذیرش واقع گردیده اند. در این پژوهش شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری گزینه شده اند.



## نمونه آماری

بر اساس معیارهای فوق، ۶۶ شرکت شرایط حضور در مطالعه را داشتند بنابراین تعداد مشاهدات کل شرکت ۷ سال برابر ۴۶۲ مورد می باشد. همه ی شرکت هایی که شرایط مورد بررسی را داشته اند، انتخاب شده اند، بنابراین نمونه آماری در این تحقیق، همان شرکت های واجد شرایط در جامعه آماری بوده است. شناسایی گردید. سپس کلیه ی اطلاعات مورد نیاز جهت انجام این پژوهش از بانک های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای ره آورد نوین و نشریه های بورس جمع آوری گردید. لازم به توضیح است که نمونه آماری در پژوهش حاضر، همان جامعه آماری است.

## روش گردآوری داده ها و محاسبه متغیرهای تحقیق

عبدالخلیق و آجینکا (۱۳۹۰) تحقیق های علمی را از نظر روش گردآوری داده ها به سه دسته ی تجربه های آزمایشگاهی، بررسی های میدانی و تحقیق پیمایشی تقسیم کردند. ویژگی اصلی روش تجربه آزمایشگاهی، امکان کنترل دقیق داده ها و طرح تحقیق از طریق حذف یا کنترل متغیرهای مزاحم است. در این روش معمولاً، روایی داخلی در بالاترین درجه ی ممکن قرار می گیرد. در روش میدانی، کنترل متغیرهای مزاحم دشوار است. گردآوری داده ها در محیطی واقعی و طبیعی انجام می شود، به همین دلیل در بررسی میدانی، روایی خارجی و میزان کاربردی بودن نتایج زیاد است. از سوی دیگر، پایین بودن درجه ی کنترلی، استخراج برداشت های نظری و علی را دشوار می شود. این روش به طرح هی نیمه تجربی تعلق دارد. روش پیمایشی نیز، رایج ترین روش گردآوری داده ای تحقیق بوده و شامل روش های معمول مصاحبه و پرسش نامه است.

گردآوری اطلاعات تحقیق در دو مرحله انجام شده است. در مرحله ی اول، برای تدوین مبانی نظری تحقیق از روش کتابخانه ای استفاده شده است و در مرحله دوم، داده های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای تحقیق از سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار استفاده شده است. به منظور انجام محاسبات و آماده کردن داده ها و اطلاعات مورد نیاز تحقیق و هم چنین تجزیه و تحلیل آن ها، از نرم افزارهای Excel و Eviews7 استفاده شده است. از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS) جهت تعیین دقت ضرایب و اهمیت هر یک از متغیرهای مستقل استفاده می شود. در این روش آماره  $t$  به منظور تشخیص معناداری هر یک از متغیرها، آماره  $F$  جهت تشخیص معناداری کل رگرسیون و ضریب تعیین  $R^2$  جهت تعیین کارایی و میزان توضیح دهی متغیر وابسته توسط متغیرهای انتخابی مستقل استفاده می شود.

جهت تعیین نرمال بودن متغیرهای پژوهش و هم چنین باقی مانده های رگرسیونی، در نرم افزار EViews از آماره جارک-برا<sup>۱</sup> استفاده می شود، به این صورت که اگر احتمال آماره مذکور برای متغیری بیش تر از ۵٪ باشد، توزیع آن متغیر نرمال و در غیر این صورت غیر نرمال است.

در این پژوهش رابطه بین انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار و نسبت های مالی شرکت با استفاده از تحلیل های رگرسیونی ترکیبی آتلفیقی بررسی می شود.

## تجزیه و تحلیل داده ها

### آمار توصیفی

آمار توصیفی به تلخیص، توصیف و توضیح ویژگی های مهم داده ها گفته می شود. در این قسمت داده های مختلف به صورت جداول و نمودار نشان داده شده و به دنبال آن شاخص های مختلف در این زمینه اندازه گیری می شوند. در این نوع آمار، ابتدا داده ها خلاصه شده و به صورت نگاره های مختلف ارائه می شوند و سپس معیارهای عددی برای به دست آوردن مقدار معرف مرکز داده

<sup>1</sup> Jarque-Bera

<sup>2</sup> Panel

<sup>3</sup> Pooled

ها و مقادیر پراکندگی آنان به دست می‌آید. همان‌طور که در نگاره ۱-۱ مشاهده می‌شود، نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان داده شده است.

نگاره ۱-۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
انحراف نرخ رشد	-۰,۰۴۸۷۴۵	۰,۱۲۰۰۰	۱	-۹,۹۵۰	۱,۲۲۹۳۹۷
نسبت دارایی ثابت به کل دارایی (FA/TA)	۰,۲۴۲۸۹	۰,۲۰۰۸۶	۲,۰۳۷۸۳	۰,۰۰۰۰۱	۰,۲۱۶۸۱۲
نرخ بازده دارایی (ROA)	۰,۱۵۸۱۱۹	۰,۱۰۴۹۷	۴,۴۲۸۴۱	۷,۲۳۰۶	۰,۳۰۰۰۷۷
نسبت بازده به حقوق صاحبان سهام (ROE)	۰,۴۷۲۳۷۳	۰,۳۱۹۱۰	۴۳,۰۳۶۴	۰,۰۰۰۰۵	۲,۰۲۰۷۷۵
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (DE/SE)	۱,۲۵۳۰۵۸	۱,۰۶۵۳۱	۴,۴۳۰۳۰	۰,۰۰۱۰	۰,۸۳۶۰۱۴
اندازه شرکت	۱۴,۵۰۱۵۰	۱۳,۸۶۰۴	۲۱,۱۱۵۳	۱۰,۸۷۳	۲,۲۷۸۹۷۳

نگاره (۱-۱) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزاست. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر بیشینه، کمینه، میانگین و میانه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. مهم‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال میانگین بازده دارایی‌ها بیانگر این است که شرکت‌های نمونه به طور میانگین توانستند از دارایی‌ها حدود ۱۵٪ سود کسب کنند. میانه بازده دارایی‌ها نشان دهنده این است که نیمی از شرکت‌های نمونه دارای بازده دارایی‌ها بالاتر از ۱۰٪ درصد و نیمی دارای بازده خالص دارایی‌های کمتر از ۱۰٪ می‌باشند. میانگین متغیر نرخ بازده به حقوق صاحبان سهام بیانگر این است که سود در شرکت‌های نمونه به طور میانگین ۴۷٪ حقوق صاحبان سهام می‌باشد. میانه متغیر نرخ بازده به حقوق صاحبان سهام نشان دهنده این است که نیمی از شرکت‌های نمونه دارای بازده بالاتر از ۳۱٪ درصد و نیمی کمتر از ۳۱٪ از حقوق صاحبان سهام، سود کسب کردند. انحراف معیار متغیر نرخ بازده به حقوق صاحبان سهام نشان می‌دهد که بطور میانگین متغیر نرخ بازده به حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها از میانگین حدود ۲,۰۲٪ فاصله دارند. همچنین، لازم به توضیح است به منظور اجتناب از تاثیر داده‌های پرت بر نتایج تحقیق، کلیه داده‌های پرت متغیرها در سطح یک درصد حذف شده‌اند.

#### آمار استنباطی

نگاره ۱-۲: نتایج حاصل از برآورد مدل

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدأ	-۰,۵۱۸۶۵	-۲,۱۵۵۳۶	۰,۰۳۱۷
نسبت دارایی ثابت به کل دارایی	۰,۷۲۹۷۳	-۷,۵۹۴۶۱	۰,۰۰۰۰
نرخ بازده دارایی	-۱,۰۱۰۳۵	-۸,۱۹۵۹۱	۰,۰۰۰۰
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	۰,۰۲۸۵۹	۱,۴۹۲۸۷	۰,۱۳۶۳
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	۰,۰۱۱۷۱	۰,۹۳۱۳	۰,۳۵۲۳
اندازه شرکت	۰,۰۵۳۷۰	۳,۴۳۴۳۶	۰,۰۰۰۷
ضریب تعیین	۰,۴۳۱۸۶		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۳۳۰۱۷		

۲,۱۶۰۱۰	آماره‌ی دوربین-واتسون
۴,۲۴۵۸۶	آماره‌ی F
۰,۰۰۰۰	احتمال آماره‌ی F

با توجه به نتایج قابل مشاهده در نگاره (۱-۲) و با توجه آماره‌ی F بدست آمده (۴,۲۴۵۸۶) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که برابر ۳۳ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق بیش از ۳۳ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون که برابر ۲,۱۶۰۱۰ است، می‌توان ادعا کرد که خود همبستگی مرتبه‌ی اول میان باقی مانده‌های الگو وجود ندارد.

### تجزیه و تحلیل یافته‌ها

همانطور که گفته شد هدف اصلی این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا انحراف بین نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار و نسبت‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه‌ی دارد یا خیر؟

#### نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون فرضیه اول بیانگر وجود ارتباط منفی و معنادار بین نسبت‌های مالی ثابت به کل دارایی‌ها و انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار شرکت است. این بدان معناست که در مورد دارایی‌های ثابت فرض بر این است که به آسانی قابل وثیقه گذاری بوده و در مواقع بحران و ورشکستگی، به نسبت دارایی‌های دیگر کاهش ارزش کمتری پیدا می‌کنند، همچنین دارایی‌های مشهود شرکت مانع از آن می‌شود که سهامداران دارایی‌های کم ریسک را با دارایی‌های پر ریسک به راحتی جایگزین کنند؛ به گونه‌ای که شرکت‌هایی که دارایی‌های ثابت بالایی دارند، با وجود نسبت اهرمی بالا از آشفتگی مالی کمتری برخوردارند (کیمیاگری و عینعلی، ۱۳۸۷). انتظار بر این بود که رابطه‌ی مثبت و معناداری بین نسبت‌های مالی ثابت و انحراف نرخ رشد وجود داشته باشد، اما در این پژوهش رابطه‌ی منفی و معناداری بدست آمد.

نتایج این تحقیق مطابق با نتایج پژوهش‌های انجام شده توسط فاتو و همکاران (۲۰۰۲)، صمدی و همکاران (۱۳۹۲) هم سو می‌باشد.

#### نتایج آزمون فرضیه دوم

نتایج آزمون فرضیه دوم بیانگر وجود ارتباط منفی و معنادار بین نرخ بازده دارایی و انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار شرکت است. آلچیان (۱۹۵۰) نیز عقیده دارد: "شرکت‌های قوی رشد می‌کنند و پایدار می‌مانند؛ ولی شرکت‌های با قدرت کمتر، ارزش بازار خود را از دست می‌دهند و بر اساس سازوکار انتخاب با ارزش‌ها کنار می‌روند. بنابراین، اگر نرخ سودآوری نشان دهنده درجه قدرت باشد، این امکان برای پیش‌بینی رشد شرکت‌های سودآور وجود دارد." ادعا می‌کند که رشد باعث افزایش کارایی می‌شود و این بهبود کارایی نیز به افزایش سودآوری می‌انجامد. از آنجایی که رشد شرکت باعث افزایش اندازه آن می‌شود، شرکت‌های بزرگ‌تر می‌توانند از صرفه‌ناشی از مقیاس بهره‌مند شوند و در نتیجه سودآوری خود را افزایش دهند. این بدان معنی است که رشد می‌تواند به قدرت سودآوری کمک کند.

نتایج این تحقیق مطابق با نتایج پژوهش‌های انجام شده توسط دستگیر و اسماعیل پور (۱۳۸۸)، احمدپور و همکاران (۱۳۹۲)، احمدپور و ابراهیم پور (۱۳۹۰) و برخلاف یافته‌های استفنس و همکاران (۲۰۰۹)، اشاره نمود.

<sup>1</sup> Fattouh et al.

<sup>2</sup> Steffens et al.



### نتایج آزمون فرضیه سوم

نتایج آزمون فرضیه سوم نشان داد که بین نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار شرکت رابطه‌ی معنادار وجود ندارد.

نتایج این تحقیق مطابق با نتایج پژوهش‌های انجام شده توسط ماکمان و گرانتز (۲۰۱۴)، استفنس و داگلاس (۲۰۰۹) و برخلاف یافته‌های رد (۲۰۱۳)، دستگیر و اسماعیل پور (۱۳۸۸)، احمدپور و همکاران (۱۳۹۲)، احمدپور و ابراهیم پور (۱۳۹۰) اشاره نمود.

### نتایج آزمون فرضیه چهارم

نتایج آزمون فرضیه چهارم نشان داد که بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار شرکت رابطه‌ی معنادار وجود ندارد.

نتایج این تحقیق مطابق با نتایج پژوهش‌های انجام شده توسط رحیمیان و توکل نیا (۱۳۹۲) و برخلاف یافته‌های مایرز (۱۹۷۷)، سولاگنا و جیتندرا (۲۰۱۴)، محمودی و همکاران (۱۳۹۴)، دستگیر و اسماعیل پور (۱۳۸۸)، اشاره نمود.

### نتایج آزمون فرضیه پنجم

نتایج آزمون فرضیه پنجم بیانگر وجود ارتباط مثبت و معنادار بین انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار و اندازه شرکت است، مدیران شرکت‌ها برای برنامه‌ریزی رشد آتی خود از مدل‌های متنوعی بهره می‌گیرند که یکی از مهم‌ترین و کاربردی‌ترین این مدل‌ها، مدل نرخ رشد پایدار می‌باشد. نرخ رشد پایدار عبارت است از حداکثر نرخ رشد فروش که یک واحد تجاری می‌تواند بدان دست یابد بدون اینکه تغییراتی در سیاست‌های مالی خود ایجاد نماید و یا حتی سیاست‌های عملیاتی خود را تغییر دهد. تاثیر انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار بر روی اندازه شرکت‌ها مثبت و معنادار است. نتایج این تحقیق مطابق با نتایج پژوهش‌های انجام شده توسط فاتو و همکاران (۲۰۰۲)، صمدی و همکاران (۱۳۹۲) هم سو می‌باشد.

<sup>1</sup> Reid

## نتیجه گیری

همان گونه که در این پژوهش مشاهده می شود برخی از شرکت ها بدون در نظر گرفتن توانایی و منابع سازمانی خود اقدام به افزایش فروش و رشد هر چه سریع تر می نمایند. این شرکت ها دارای انحراف نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار مثبت می باشند. هنگامی که انحراف نرخ رشد واقعی شرکت از نرخ رشد پایدار افزایش یابد، افزایش و یا حداقل حفظ ROA از طریق کنترل شدید بر روی هزینه های عملیاتی و یا استفاده بهتر از دارائیهای شرکت به همراه اتخاذ سیاستهای قیمت گذاری صحیح، که نهایتاً منجر به کاهش نیاز شرکت وجوه نقد خارجی می شود، بهترین واکنشی است که مدیران می توانند جهت مقابله با این مساله از خود نشان دهند اصطلاحاً از این وضعیت تحت عنوان "رشد پر شتاب" یاد می شود. در این صورت ممکن است شرکت با کمبود نقدینگی مواجه شود. در این حالت شرکت می تواند از یکی یا ترکیبی از راهکارهای زیر استفاده نماید:

۱- دریافت اعتبار

۲- انتشار سهام جدید

۳- افزایش حاشیه سود

۴- افزایش نسبت حفظ سود

۵- افزایش کارایی عملیات

۶- استفاده از استراتژی رشد خارجی

۷- فروش شرکت های فرعی، وابسته یا بخش ها

۸- اجاره ی بلند مدت دارایی های ثابت به جای خرید آن ها.

اما حالت عکس نیز وجود دارد. یعنی حالتی که در آن نرخ رشد واقعی شرکت کمتر از نرخ رشد پایدار باشد این حالت، اصطلاحاً رشد کم شتاب نام دارد. در این وضعیت شرکت دارای وجوه نقد مازاد بوده و می بایستی این وجوه را به طریقی مناسب و سودآور به کار گیرد. در چنین شرایطی گزینه های موجود تقریباً معکوس حالت قبلی می باشند و عبارتند از:

۱- افزایش پرداخت سود سهام به سهامداران عادی

۲- پرداخت بدهی های شرکت

۳- افزایش دارایی های جاری

۴- بازخرید سهام عادی شرکت

۵- خرید سایر شرکت ها به خاطر فرصت های رشد این شرکت ها.

لذا با توجه به گسترش فعالیت های اقتصادی و پیشرفت روز افزون بازارهای سرمایه از جمله بازار بورس اوراق بهادار تهران و توجه سرمایه گذاران به وضعیت شرکت ها، پژوهش پیرامون رابطه بین انحراف بین نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار و نسبت های مالی شرکت ها از اهمیت فوق العاده ای برخوردار است.

## پیشنهادهای کاربردی

۱- به مدیران شرکت ها توصیه می شود که برای تامین مالی به شیوه بدهی، حتماً به سطح فرصت رشد شرکت خود توجه نمایند و با توجه به سطح فرصت رشد، تامین مالی کنند، تا با مسائل نمایندگی و کم سرمایه گذاری و بیش سرمایه گذاری مواجه نشوند.

۲- به اعتباردهندگان هم توصیه می شود که به سطح فرصت رشد شرکت ها برای اعطای اعتبار توجه کنند.

۳- فرصت های رشد در این پژوهش دارای نقش مؤثری در تعیین نرخ بازده دارایی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ها می باشد. بنابراین باید مدیران شرکت ها و مؤسسات تأمین مالی در ارزیابی های خود به فرصت های کسب سود و توسعه و فعالیت شرکت ها و تدوین استراتژی های مورد نظر توجه لازم مبذول نمایند.

## پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

- ۱- بررسی رابطه میان نقدینگی، اهرم مالی، رشد فروش و متوسط قیمت سهام بر انحراف بین نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- ۲- بررسی شرایط اقتصادی، اجتماعی و سیاسی موثر بر انحراف بین نرخ رشد واقعی از نرخ رشد پایدار.

## محدودیت های تحقیق

- ۱- در این پژوهش سعی شده است که متغیرهای کنترل و مداخله گر که بواسطه تحقیقات و مطالعات صورت گرفته، شناسایی شده است در برازش مدل رگرسیون مورد استفاده قرار گیرد. اما با توجه به وجود عوامل مداخله گر دیگر، از جمله عوامل رفتاری سهامداران، عامل تورم و سایر عوامل اقتصادی خرد و کلان در سطح شرکت ها و جامعه، که به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات در برازش مدل رگرسیون مورد استفاده قرار نگرفته است، می توان این عوامل را از جمله محدودیت های پژوهش دانست.
- ۲- با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که سال مالی آنها پایان اسفند ماه است، تسری نتایج به سایر شرکتها باید با احتیاط انجام شود.





## منابع و ماخذ

- احمدپور، احمد؛ ابراهیم پور، مجتبی. (۱۳۹۰). " بررسی اثر شاخص های اصلی مالی و اقتصادی بر سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ی ۱۸، شماره ی ۶۶، ۱-۱۴.
- دستگیر، محسن و اسماعیل پور، محمد، (۱۳۸۸)، بررسی مدل نرخ رشد پایدار در برنامه ریزی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله علوم اداری اقتصادی دانشگاه اصفهان
- رحیمیان؛ نظام الدین، توکل نیا؛ اسماعیل. (۱۳۹۲). اهرم مالی و ارتباط آن با درماندگی مالی و فرصت های رشد بر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۲۰، ۱۰۸-۱۲۹.
- رستگار پویانی، م. (۱۳۸۷). بررسی رابطه ی بین ویژگی های شرکت و پایداری سود با کیفیت اقلام تعهدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه ی کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید چمران اهواز.
- صمدی؛ سعید، سهیلی؛ سیروس، کبیری پور؛ وحید. (۱۳۹۲). مجله ی پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ی پنجم، شماره اول (بهار و تابستان): ۱۶۸-۱۴۱.
- عبدالخلیق، ر و آجین کیا، ب. (۱۳۹۰). پژوهش های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش شناختی. ترجمه نمازی، م. شیراز: انتشارات شیراز.
- کیمیاگری، علی محمد و عینعلی، سودابه (۱۳۸۷). ارائه ی الگوی جامع ساختار سرمایه (مطالعه ی موردی شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران). (تحقیقات مالی)، ۱۰(۲۵) (بهار و تابستان): ۹۱-۱۰۸.
- محمودی، ابوالفضل؛ حقیقی، یاسر؛ کریمیان مقدم؛ سید محسن، رفیعی؛ آزاده. (۱۳۹۴). " بررسی رابطه بین فرصت رشد (پایین) و بدهی بر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". صص ۱۴-۲۵.
- نمازی، محمد و رستمی، نورالدین، (۱۳۸۵)، بررسی رابطه بین نسبت های مالی و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی حسابداری و حسابرسی
- نوروش، ایرج و سیما یزدانی (۱۳۸۹). بررسی تأثیر اهرم بر سرمایه گذاری. فصلنامه حسابداری مالی، ۲(۲) (تابستان): ۳۵-۱۳.
- Cowling, M. (2015). "The Growth - Profit Nexus." *Small Business Economics*, 22 (1), 1-9.
- Fattouh, B. Scaramozzino, P. and AndHarris, L. (2008). Nonlinearity in the determinants of capital structure: Evidence form UK firms. *Emperical Economics*, 34, 417-438.
- Markman, G. D. and W. B. Gartner. (2014). "Is extraordinary growth profitable? A study of Inc 500 high-growth companies". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27 (1), 65-76.
- Moon, D. and Tandon, K. (2007). The influence of growth opportunities on the relationship between equity ownership and leverage. *Review Quantative Finance*, 29, 339-351.
- Reid, G. (2013). "Early Life-Cycle Behavior of Micro-Firms in Scotland". *Small Business Economics*, 7 (2), 89-95.
- Steffens Paul R, Davidsson Per, Fitzsimmons Jason R. Performance configurations over time: implications for growth and profit oriented strategies. *Entrepreneurship Theory and Practice* 2009; 33(1): 125-148.
- Sulagna, M. and Jitendra, M. (۲۰۱۴). Growth opportunity and capital structure dynamics: Evidence from Indian manufacturing companies. *Journal of Management Research*, 10 (3), December: 180-192.

## The response to the deviation of the real growth rate from the stable growth rate to the financial information

**Seyede Maasomeh, Sajadi Asl<sup>1</sup>**

Financial expert of Khuzestan Electricity Distribution Company  
(Email: m.sajadi69@chmail.ir)

**Soheil Motairianpour<sup>2</sup>**

Omidieh city Electricity Distribution Management

**Adel Marzoghi asl<sup>3</sup>**

Financial manager of Khuzestan Electricity Distribution Company

**Aliakbar Birooni<sup>4</sup>**

Financial expert of Khuzestan Electricity Distribution Company  
(Biroonialiakbar@gmail.com)

### Abstract

This study examines the relationship between deviation of real growth rate from sustainable growth rate and financial ratios of listed companies in Tehran Stock Exchange. Hence, financial ratios are considered as independent variables and deviation of real growth rate from firm's sustainable growth rate as dependent variable. For this purpose, a sample of 66 companies listed in Tehran Stock Exchange during the period of 2008 to 2014 was studied. Finally, Excel and Eviews software and multivariate regression and fixed effects method were used to test the research hypotheses. The results show that there is a negative significant relationship between the ratio of fixed assets to total assets and the deviation of the real growth rate from the firm's sustainable growth rate. And there is no significant relationship between the rate of return on equity and the true growth rate deviation from the firm's growth rate; there is no significant relationship between the debt-to-equity ratio and the true growth rate deviation from the firm growth rate.

**Keywords:** *financial ratios, sustainable growth rates, actual growth rate, firm size*