



## Investigation of the Financial Factors Affecting the Growth of Listed Companies on the Tehran Stock Exchange<sup>1</sup>

GholamReza soleimany Amiri<sup>2</sup>, Sara Razani<sup>3</sup>

Received: 2019/10/05

Accepted: 2020/03/31

### Abstract

Considering the importance of firm growth and the factors that influence it, the present study investigates the effect of financial factors on the growth of listed companies in the Tehran Stock Exchange in the period 2015 to 2018, and the book value to market value ratio used as a growth indicator of the companies. The statistical sample of this research is 433 companies listed on the stock exchange from 2015 to 2018. By the systematic elimination, only 82 companies were identified as eligible for our sample. Before analyzing the data, the variables' reliability tests and Chau and Hausman's tests were performed to determine the appropriate model for estimating the parameters and the effect of the independent variables on the dependent variable. Then, the panel data model with the fixed effects is used to test the hypotheses. As the results of the study show, there is a significant and direct relationship between cash flow, profitability, market share, industry sales, and financial leverage with companies' growth opportunities. Also, there is no significant relationship between the age and size of the companies and their growth opportunities.

**Keywords:** Growth Opportunities, Financial Leverage, Profitability, cash Flow.

**JEL Classification:** M41.G19

1. DOI: 10.22051/JFM.2020.28613.2226

2. Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and Economics, AlZahra University, Tehran, Iran, **Email:**GH.soleymani@alzahra.ac.ir

3. PhD Student in Accounting, Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and Economics, AlZahra University, Tehran, Iran, Corresponding Author.  
**Email:**Razani.sara@gmail.com



مقاله پژوهشی

بررسی عوامل مالی موثر بر رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

غلامرضا سلیمانی امیری<sup>۲</sup>، سارا رازانی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۱/۱۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۷/۱۳

چکیده

مدیریت رشد شرکت و هدایت آن در جهت بهبود سودآوری باعث شده شناسایی عوامل مؤثر بر رشد شرکت‌ها در مباحث حسابداری از اهمیت بالایی برخوردار باشد. در این راستا، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر عوامل مالی مؤثر بر رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۷ پرداخته و از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار به عنوان شاخص اندازه‌گیری این متغیر استفاده نموده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس طی سال‌های ۱۳۹۴ لغایت ۱۳۹۷ به تعداد ۴۳۳ شرکت بود که تعداد ۸۲ شرکت به روش حذف سیستماتیک واجد شرایط لازم تشخیص داده شد و به عنوان نمونه آماری مورد بررسی قرار گرفت. برای بررسی فرضیه‌ها نیز از رهیافت داده‌های تابلویی و مدل اثرات ثابت استفاده شد که نتایج برآوردی نشان داد بین جریان نقدی، سودآوری، سهم بازار، فروش صنعت و اهرم مالی با فرصت‌های رشد شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. اما، بین سن و اندازه شرکت با فرصت‌های رشد شرکت رابطه معنی‌داری مشاهده نشد.

واژگان کلیدی: فرصت‌های رشد، اهرم مالی، سودآوری، جریان نقدی

طبقه‌بندی موضوعی: G19, M41

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2020.28613.2226

۲. دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهراء (س)، تهران، ایران.

Email: GH.soleymani@alzahra.ac.ir

۳. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهراء (س)، نویسنده مسئول.

Email: Razani.sara@gmail.com

## مقدمه

رشد مستمر و پایدار شرکت‌ها از اهمیت به‌سزایی در مباحث اقتصاد خرد و کلان برخوردار است. زیرا، از یک طرف سبب خلق ارزش و افزایش ثروت برای سهامداران می‌گردد. از طرف دیگر، زمینه ایجاد اشتغال، بهبود معیشت و تأمین رفاه اجتماعی را فراهم می‌سازد. به عبارتی، رشد مطلوب بنگاه تجاری ضامن تأمین منافع گروه‌های ذینفع مرتبط با آن در سطح خرد و عامل افزایش تولید و رشد اقتصادی در سطح کلان است. از این‌رو، شناسایی عوامل مؤثر بر رشد شرکت، ضمن کمک به مسئولان کلان اقتصادی در پیشگیری از اتلاف منابع و ثروت‌های طبیعی و غیرطبیعی کشور، سبب تصمیم‌گیری درست مدیران بنگاه‌های تولیدی در حیطه مسئولیت‌های محوله مانند انتخاب شیوه مناسب تأمین مالی می‌شود و این افزایش ارزش شرکت و حداکثرسازی ثروت سهامداران را به دنبال دارد (کاریزوسا<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷).

اما، اغلب پژوهش‌های انجام شده بر شناسایی عوامل بیرونی مؤثر بر رشد شرکت مانند نرخ بهره، ثبات اقتصادی و نرخ ارز تمرکز داشته و کمتر به نقش عوامل داخلی به‌ویژه عوامل مالی پرداخته‌اند (داویدسون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲). مضافاً یافته‌های اندک پژوهش‌های انجام شده نیز با هم در تباین بوده و بعضاً با مبانی نظری نیز ناسازگار است (لودرر<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶). به‌علاوه، قلمرو مکانی اغلب آنها، بنگاه‌های تولیدی کشورهای توسعه‌یافته است. این درحالی است که گسترش تجارت جهانی و رقابت شدید در بازارهای جهانی باعث شده شناسایی ابعاد مؤثر بر رشد بنگاه‌های کشورهای درحال توسعه از اهمیت بیشتری برخوردار باشد. زیرا امکان برنامه‌ریزی دقیق و مناسب برای افزایش قدرت رقابت‌پذیری بنگاه‌ها، رشد تولید و تقویت جایگاه اقتصادی کشورهای درحال توسعه را در اقتصاد جهانی فراهم می‌سازد.

جستجوی نگارنده نشان داد در داخل کشور نیز شناسایی عوامل مؤثر بر رشد شرکت‌ها به‌صورت تک‌بعدی بررسی شده و صرفاً تأثیر متغیرهایی از قبیل سودآوری، ارزش شرکت و روش تأمین مالی بر آن مورد مطالعه قرار گرفته است. اما تعیین تأثیر این عوامل به‌صورت هم‌زمان و در قالب یک مدل جامع موضوع مطالعه نبوده است. بنابراین، پژوهش حاضر با هدف ارائه یک مدل جامع از عوامل مالی مؤثر بر رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به منصفه ظهور رسیده تا ضمن پوشش شکاف پژوهش‌های بالا، پاسخگوی این پرسش باشد که عوامل مالی مؤثر بر رشد شرکت‌ها چیست؟

برای دستیابی به این هدف، مقاله در ادامه چنین ساماندهی شده که ابتدا مبانی نظری بیان و پیشینه پژوهش مرور شده است. سپس، روش‌شناسی پژوهش تشریح و شرایط انتخاب نمونه بیان گردیده است. در بخش بعد، مدل پژوهش معرفی و برآورد شده است. همچنین، نتایج برآوردی مورد بحث قرار گرفته و برابر نتیجه‌گیری به‌عمل آمده چند پیشنهاد کاربردی ارائه شده است.

1. Carrizosa
2. Davidsson
3. Loderer

## مبانی نظری

رشد شرکت نتیجه بهره‌برداری از فرصت‌هاست. در حقیقت یک شرکت دارای منابع محدودی است که در رویارویی با فرصت‌های پیش رو، از آنها به‌عنوان ابزارهای لازم جهت دستیابی به رشد استفاده می‌نماید (حسین و واسر<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). رشد شرکت توسط محققان متعدد بررسی شده و اصطلاحات مختلفی برای تعریف مراحل آن مورد استفاده قرار گرفته است. اما اکثر محققان بر این موضوع متفق‌القول‌اند که رشد شرکت یک فرآیند است. به‌بیان دیگر هر شرکت مانند یک کودک متولد می‌شود، سپس شروع به رشد می‌کند و در این مسیر با چالش‌ها و بحران‌های مختلف روبه‌رو می‌شود تا درنهایت بالغ و سپس منحل می‌گردد. در این مسیر، عوامل متعددی نیز وجود دارد که به موفقیت شرکت کمک می‌کند و به آن امکان می‌دهد تا از یک مرحله به مرحله دیگر حرکت کند. البته، در این خصوص دو اندیشه متفاوت در میان محققان وجود دارد؛ بعضی از آنها بیان معتقدند مسیر رشد اقتصادی شرکت خطی و قابل پیش‌بینی است. اما بعضی دیگر بر این باورند که رشد شرکت نتیجه بهره‌برداری از فرصت‌هاست و غیرقابل پیش‌بینی است. اما در کل این که چقدر رشد کرده؟ چه محصولی به بازار ارائه می‌دهد؟ چه دارایی آن را کنترل می‌کند و چه نوع شخصیت حقوقی دارد؟ به عوامل زیادی در داخل و خارج از شرکت بستگی دارد (گوها و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳). لیکن بررسی همه این عوامل در یک پژوهش امکان‌پذیر نیست. از این رو پژوهش حاضر صرفاً بر بررسی تأثیر متغیرهای مالی و اندازه و سن شرکت بر رشد شرکت تمرکز نموده و در ادامه این عوامل تشریح شده است.

اندازه شرکت<sup>۳</sup>: این عامل نمایانگر ابعاد مختلف شرکت است که یکی از آنها برتری رقابتی است. زیرا، دسترسی شرکت‌های بزرگ به منابع مالی کافی، این فرصت را برای آنها مهیا ساخته تا با تولید بیشتر و صرفه‌جویی ناشی از مقیاس، مزیت رقابتی بیشتری نسبت به رقبای داشته باشند و سود بیشتری نیز کسب نمایند (پارساییان، ۱۳۸۱). حال سؤال اصلی این است که آیا اندازه شرکت بر رشد آن مؤثر است؟ اکثر محققینی که به بررسی این موضوع پرداخته‌اند، به قانون گیبترت<sup>۴</sup> اشاره می‌نمایند که طبق آن هر شرکت اندازه بهینه دارد که توسط بازار تعیین می‌شود و افزایش اندازه شرکت بر رشد آن تأثیری ندارد (برنارد<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴). این در حالی است که یافته‌های پژوهش‌های پیشین در خصوص تأثیر اندازه شرکت بر رشد آن متناقض بوده و در برخی، همانند قانون گیبترت رابطه این دو متغیر مستقل از هم بوده (لودرر، ۲۰۱۶) و در برخی دیگر ارتباط بین اندازه و رشد شرکت غیرهمسو و معنادار می‌باشد (برنارد، ۲۰۱۴).

1. Hussain & Waseer
2. Guha et al
3. Firm Size
4. Gibrat law
5. Bernard

عمر یا سن شرکت<sup>۱</sup>: یکی دیگر از متغیرهای احتمالی مؤثر بر رشد شرکت است. زیرا طبق تئوری چرخه عمر<sup>۲</sup>، شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر خود از نظر مالی و اقتصادی دارای نمودگرها و رفتارهای خاصی هستند و ویژگی‌های مالی و اقتصادی آنها تحت تأثیر مرحله‌ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد (بیکس<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷). بر این اساس، بنگاه‌های اقتصادی از زمان شروع و پیدایش خود مراحل مختلف را طی می‌کنند و که هر شرکت با توجه مرحله‌ای که در آن قرار دارند باید راهبرد مناسبی را انتخاب کند. حال سؤال اساسی این است که آیا سن شرکت بر رشد آن مؤثر است. طبق تئوری جوانویک<sup>۴</sup> (۱۹۹۲) سن از طریق فرآیند یادگیری بر رشد شرکت تأثیر می‌گذارد. بر اساس این تئوری، در بدو امر در رابطه با میزان کارایی و توانایی‌های خود ابهام دارند. بنابراین طبق مفروضات خود میزان ستانده بهینه را تعیین می‌کنند. اما به مرور و با شناخت توانایی‌های ذاتی و بالقوه خود تغییر خواهند نمود و یاد می‌گیرند که توانایی‌های ذاتی را از نوسانات تصادفی کسب‌وکار جدا کنند و موجبات افزایش رشد خود را فراهم نمایند (گواها، ۲۰۱۳). بنابراین، وی معتقد است که شرکت‌ها با افزایش سن به نقطه‌ای می‌رسند که بازدهی حاصل از یادگیری آنها کاهش یافته و احتمال این که یک شرکت سالخورده، بر اساس یادگیری و تجربه سود بیشتری کسب کند، کاهش می‌یابد. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های جوان با انتخاب راهبردهای جدید و بهره‌برداری مناسب از فرصت‌ها و برخورداری از توانایی‌های خاص از رشدی بالاتری برخوردار باشند. در مقابل، شرکت‌های مسن‌تر به دلیل قدیمی شدن تجهیزات و فناوری‌ها امکان کمتری برای تطابق با شرایط محیطی جدید داشته باشند و رشد کمتری را شاهد باشند (کود<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴).

اهرم مالی؟ شرکت‌ها برای رشد نیازمند دسترسی به منابع مالی هستند و از ابزارهای مختلفی مانند سود انباشته، انتشار سهام جدید و ایجاد بدهی می‌توانند برای این منظور استفاده کنند. در کشورهای درحال توسعه که بازار مالی و پولی به صورت متوازن توسعه نیافته است، سود انباشته از منابع اصلی تأمین مالی است (دولو و بسطامی، ۱۳۹۷). به هر حال در شرکت‌های تازه تأسیس، هزینه‌های پروژه در ابتدای امر بیشتر از درآمد شرکت است و با کمبود منابع مالی برای سرمایه‌گذاری و رشد خود مواجه هستند. بنابراین به‌ناچار از منابع خارجی و استقراض برای تأمین منابع استفاده می‌نمایند. اما سطح دسترسی به منابع مالی خارجی محدود بوده و با افزایش اهرم مالی، ریسک شرکت افزایش و دسترسی به منابع مالی جهت سرمایه‌گذاری و رشد کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر با توجه به افزایش بدهی در ساختار مالی، احتمال ورشکستگی افزایش می‌یابد و دسترسی به منابع مالی محدود می‌شود که این موضوع موجب کاهش فرصت‌های رشد آتی شرکت خواهد شد. بنابراین انتظار می‌رود بین فرصت رشد و بدهی رابطه غیرهمسو وجود داشته باشد (هرملو و واسلو<sup>۶</sup>، ۲۰۰۷؛ اتون<sup>۸</sup>، ۲۰۱۸ و دولو و بسطامی، ۱۳۹۷).

1. Age
2. Life cycle theory
3. Bixia
4. Jovanovic
5. Coad
6. Leverage
7. Hermelo & Vassolo
8. Eton



جریان نقدی مازاد<sup>۱</sup>: طبق مبانی نظری، رشد شرکت نتیجه بهره‌برداری از فرصت‌ها است و توانایی کافی در ایجاد جریان نقدی علاوه بر تأمین وجه نقد لازم برای پرداخت نیازهای عملیاتی، منابع کافی جهت بهره‌برداری از فرصت‌های آتی و سرمایه‌گذاری در بخش‌های با خالص ارزش خالص فعلی مثبت را فراهم می‌سازد. بنابراین، شرکت‌های دارای جریان نقد عملیاتی مثبت، فرصت‌های بیشتری برای تأمین مالی از طریق بدهی (تأمین مالی خارج از شرکت) دارند. زیرا احتمال بازپرداخت تعهدات توسط این شرکت‌ها بیشتر است و احتمال این که پروژه‌های سرمایه‌گذاری را به دلیل نبود منابع مالی از دست بدهند کمتر است. بنابراین، انتظار می‌رود بین جریان نقدی و رشد شرکت رابطه معنادار و همسو وجود داشته باشد (آلکس<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸ و اعتمادی، ۱۳۹۶).

سودآوری<sup>۳</sup>: یکی دیگر از متغیرهای احتمالی مؤثر بر رشد شرکت است که رابطه بحث‌انگیزی دارند. طبق مبانی نظری، هدف نهایی شرکت حداکثرسازی سود و ثروت سهامداران است. بنابراین مدیران شرکت به دنبال برنامه‌ریزی و پیاده‌سازی سیاست‌هایی هستند که این هدف را به بهترین شکل محقق سازد. مطابق نظریه محدودیت تأمین مالی<sup>۴</sup>، بین سود و رشد شرکت رابطه مستقیم وجود دارد. زیرا شرکت‌هایی که سود می‌نمایند، امکان استفاده از آن برای دستیابی به رشد مطلوب را دارند. در مقابل شرکت‌های با سود پایین یا زیان‌ده امکان استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را ندارند و به رشد مطلوب دست نخواهند یافت. بنابراین طبق نظریه محدودیت تأمین مالی سود موجب افزایش رشد شرکت خواهد شد. از طرفی طبق نظریه حداکثرسازی رشد<sup>۵</sup> ادعا می‌شود که مدیران به دنبال حداکثر نمودن رشد شرکت به‌جای حداکثرسازی سود هستند. بنابراین یک روابط رقابتی بین سود و رشد شرکت وجود دارد (جنگ<sup>۶</sup>، ۲۰۱۴).

سهام بازار<sup>۷</sup>: طبق مبانی نظری، شرکت‌ها به‌منظور کسب مزیت رقابتی، از منابع خود در جهت بهبود موقعیت نسبی خویش نسبت به رقبای استفاده می‌نمایند. به‌نحوی که این موضوع موجب ارتقای موقعیت شرکت و شکل‌گیری فرصت‌های بهتری برای آن در آینده می‌شود. در پارادایم ساختار-رفتار-عملکرد دو رویکرد رقابتی برای توضیح این رابطه ارائه شده است. اولین رویکرد نظریه تبانی<sup>۸</sup> است که بر مبنای آن، با متمرکز شدن سهام بازار در میان تعداد معدودی از شرکت‌های مقتدر، آنان را قادر می‌سازد قیمت محصول را بالاتر از سطح قیمت بازار رقابت کامل تعیین کنند. در نتیجه به سود متعارف بالاتری دست می‌یابند. بر اساس دومین رویکرد که دیدگاه کارایی<sup>۹</sup> است کسب سهم بازار ناشی از افزایش کارایی شرکت و نوآوری بوده و صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس آن سودهای اقتصادی را برای شرکت به همراه می‌آورد. صرف‌نظر از این دو رویکرد، اگر هدف مطلوب شرکت‌ها، کسب سهم بازار بیشتر باشد، انتظار می‌رود در آینده افزایش سودآوری و فرصت‌های رشد از

1. Cash flows
2. Alex
3. Profit
4. Financing Constraint Theory
5. Growth Maximization Theory
6. Jeng
7. Market Share
8. Collusion Theory
9. Efficiency Perspective

آن شرکت‌هایی باشد که سهم بیشتری از بازار را به خود اختصاص داده‌اند، آنگاه تغییر در سهم بازار نشان‌دهنده عملکرد آتی و فرصت‌های رشد است (احمدپور، ۱۹۹۰ و نادری، ۱۳۹۷).

### مروری بر پیشینه پژوهش

آنتن<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) رابطه اهرم مالی و رشد شرکت را در نمونه‌ای آماری شامل ۱۱۰۵ شرکت واقع در کشورهای مرکزی، شرقی و جنوب شرقی اروپا در دوره ۲۰۰۶-۲۰۱۴ بررسی کرده‌اند که نتایج نشان داد اهرم مالی بر رشد شرکت تأثیر منفی دارد.

حسین و واسر (۲۰۱۸) با استفاده از مدل رگرسیون خطی چندگانه به بررسی عوامل مؤثر بر فرصت‌های رشد شرکت‌های فعال در صنعت شکر پاکستان طی سال‌های ۱۹۹۹ لغایت ۲۰۱۵ پرداخته‌اند. نتایج نشان داد فرصت رشد شرکت‌های موجود در این صنعت مستقل از اندازه شرکت و فروش صنعت است. اما تأثیر سن شرکت، اهرم مالی، دارایی‌های شرکت، جریان نقدی و سهم بازار بر رشد شرکت‌های مذکور همسو و معنادار است.

هوانجرا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر عوامل مالی بر رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کشور پاکستان پرداخته‌اند. نتایج نشان داد بین سودآوری، اهرم مالی، نوآوری و اندازه شرکت با فرصت‌های رشد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. اما بین سن شرکت و رشد شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین رابطه بین نقدینگی و رشد مثبت، ولی فاقد معناداری آماری است.

آنتن (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر اهرم مالی بر رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کشور رومانی طی سال‌های ۲۰۰۱ لغایت ۲۰۱۲ پرداخته که نتایج نشان داد اهرم مالی بر رشد شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. علاوه بر این، رابطه سودآوری با رشد شرکت همسو و معنادار است. شایان ذکر است اگرچه طبق مبانی نظری انتظار بر این بود که شرکت‌های بزرگتر دارای رشد سریع در دارایی‌ها و فروش باشند، اما نتایج این پژوهش نشان داد با افزایش اندازه شرکت، رشد آن کاهش می‌یابد.

نصرت و بادور نهندی (۱۳۹۷) ارتباط بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت را با تأکید بر نقش محدودیت مالی در نمونه‌ای آماری شامل ۱۲۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داده‌اند. یافته‌ها نشان داد مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با رشد شرکت ارتباط مثبت و معناداری دارد. اما محدودیت مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت تأثیر معناداری ندارد.

حمیدیان و سعادتیان فریور (۱۳۹۵) با استفاده از داده‌های ۱۶۸ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ لغایت ۱۳۹۳ و به روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته به بررسی رابطه هزینه نمایندگی و رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این پژوهش، از دو متغیر رشد دارایی و رشد فروش برای تعریف عملیاتی رشد شرکت استفاده شد و نتایج نشان داد بین هزینه نمایندگی با رشد شرکت رابطه معناداری وجود دارد. همچنین، اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود بر فرصت‌های رشد تأثیر معناداری دارند.

1. Anton

2. Hunjra et al

عیسی‌زاده و امین خاکی (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین جریان وجوه نقد و رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن تأثیر اندازه و سن شرکت پرداخته‌اند. نتایج نشان داد بین جریان وجوه نقد و رشد شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. اما رابطه بین اندازه و سن شرکت با فرصت‌های رشد منفی و معناداری است.

اعطایی‌زاده و دارابی (۱۳۹۴) به بررسی رابطه معیارهای مختلف رشد و نسبت تغییرات سود انباشته در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته‌اند. نتایج نشان داد از میان متغیرهای مؤثر بر رشد شرکت، بین سودآوری و اندازه شرکت با نسبت تغییرات سود انباشته رابطه همسو و معناداری وجود دارد. ولی در کل بین فرصت‌های رشد و تغییرات سود انباشته رابطه معنادار مشاهده نشد.

رحیمیان و توکل‌نیا (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر اهرم مالی بر درماندگی مالی و فرصت‌های رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش که با جمع‌آوری داده‌های ۱۱۱ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ و استفاده از آزمون رگرسیون انجام شد نشان داد بین درماندگی مالی و اهرم مالی رابطه معناداری وجود ندارد. اما، بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی رابطه غیرخطی وجود دارد.

خواجوی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی رابطه متقابل رشد و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش که با جمع‌آوری داده‌های ۱۷۳ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۸۲ و استفاده از روش آزمون علیت گرنجری و سیستم معادلات هم‌زمان انجام شد نشان داد رشد و سودآوری تأثیر متقابل بر یکدیگر دارند.

بررسی مطالعات و پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد در مطالعات داخلی شناسایی عوامل مؤثر بر رشد شرکت‌ها به صورت تک‌بعدی بررسی شده و تعیین تأثیر این عوامل به صورت هم‌زمان و در قالب یک مدل جامع موضوع مطالعه نبوده است. بنابراین، موضوع پژوهش حاضر مبنی بر ارائه یک مدل جامع از عوامل مالی مؤثر بر رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای نوآوری است.

### فرضیه‌های پژوهش

- ✓ فرضیه اول: بین اندازه و رشد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.
- ✓ فرضیه دوم: بین سن و رشد شرکت رابطه منفی وجود دارد.
- ✓ فرضیه سوم: بین اهرم مالی و رشد شرکت رابطه منفی وجود دارد.
- ✓ فرضیه چهارم: بین سهم بازار و رشد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.
- ✓ فرضیه پنجم: بین جریانات نقدی مازاد و رشد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.
- ✓ فرضیه ششم: بین سودآوری و رشد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر نحوه گردآوری داده‌ها از نوع توصیفی-همبستگی است که بر پایه اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار



تهران، نرم‌افزار ره‌آورد نوین و پایگاه اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار جمع‌آوری شده است. برای محاسبه داده‌ها از صفحه گسترده اکسل ۲۱۰۳ و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار ایویوز و استاتا استفاده شده است.

جامعه‌ی آماری پژوهش نیز شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ لغایت ۱۳۹۷ (۴۳۳ شرکت) است که از این بین، تعداد ۸۲ شرکت که دارای شرایط زیر بوده‌اند به روش حذفی نظام‌مند به عنوان نمونه آماری انتخاب شده‌اند.

- ✓ پایان سال مالی شرکت‌ها پایان اسفندماه باشد و طی دوره زمانی ۱۳۹۴ لغایت ۱۳۹۷ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
- ✓ جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها نباشند.
- ✓ اطلاعات موردنیاز آنها در بازه زمانی مورد مطالعه در دسترس باشد.

### مدل پژوهش و متغیرهای آن

مدل این پژوهش به شرح معادله رابطه زیر می‌باشد:

$$FG = \alpha + \alpha_1 LV + \alpha_2 AE + \alpha_3 EQ + \alpha_4 AS + \alpha_5 FZ + \alpha_6 MS + \alpha_7 FC + \alpha_8 PR + \epsilon \quad (1)$$

در رابطه بالا، رشد شرکت (FG) متغیر وابسته پژوهش است که از متغیرهای مختلفی مانند تغییر در ارزش فروش، تغییر در اندازه شرکت و یا تغییر در ارزش سودآوری برای تعریف عملیاتی آن استفاده می‌شود است (بروش<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰). اما در این پژوهش به پیروی از بارنی (۱۹۹۱)، پرنوس<sup>۲</sup> (۱۹۹۵)، چاهین<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) و هوو<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) که رشد شرکت را به‌عنوان فرصت‌های رشد آتی یا بازده آتی سرمایه‌گذاری تعریف نموده‌اند، از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به‌عنوان شاخص رشد شرکت استفاده شده که ریلی و براون<sup>۵</sup> (۲۰۰۵) نشان دادند این نسبت از همبستگی بالایی با رشد شرکت برخوردار است. متغیرهای مستقل مدل عبارتند از:

- ✓ اهرم مالی (LV): حاصل تقسیم بدهی‌های بلندمدت بر حقوق صاحبان سهام است.
- ✓ سن شرکت (AE): برابر تعداد سال‌هایی است که شرکت از تاریخ تأسیس تا به امروز فعالیت نموده است.
- ✓ اندازه شرکت (FZ): برابر لگاریتم مبلغ فروش شرکت است.
- ✓ سهم بازار (MS): حاصل تقسیم فروش شرکت بر فروش کل صنعت است.

1. Brush
2. Penrose
3. Chahine
4. Ho
5. Reilly & Brown



- ✓ جریان نقدی آزاد در دسترس شرکت (FC): حاصل تقسیم مجموع جریان‌های نقدی حاصل از عملیات و جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بر مجموع کل دارایی‌ها در پایان دوره مالی است.
- ✓ سودآوری (PR): این متغیر از طریق تقسیم سود قبل از کسر بهره و مالیات بر مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌شود.
- ✓ متغیرهای کنترل نیز به پیروی از حسین و واسر (۲۰۱۸) به شرح زیر در نظر گرفته شده است:
- ✓ نسبت حقوق صاحبان سهام (EQ): حاصل تقسیم مجموع مبالغ سرمایه عادی و سودانباشته بر مجموع بدهی و حقوق صاحبان سهام است.
- ✓ نسبت دارایی‌های مشهود (AS): حاصل تقسیم ارزش دفتری دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت بر کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت است.

#### یافته‌ها

اولین مرحله در تحلیل داده‌ها، بیان ویژگی‌های آنها از لحاظ میانگین، انحراف معیار، کمترین و بیشترین است که در جدول ۱ ارائه گردیده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. بیشترین مقدار میانگین مربوط به متغیر سن شرکت برابر با ۳۷/۲۹ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین پراکندگی داده‌ها از میانگین است که مهم‌ترین این پارامترها، انحراف معیار است. بیشترین و کمترین مقدار این پارامتر به ترتیب برای متغیر سن شرکت و اهرم مالی است. چولگی میزان عدم تقارن توزیع احتمالی داده‌ها را نشان می‌دهد که اگر داده‌ها نسبت به میانگین متقارن باشد چولگی صفر است و اگر متقارن نباشد چولگی به‌صورت منفی و یا مثبت در توزیع داده‌ها وجود دارد و توزیع از حالت نرمال خارج می‌شود. در این پژوهش بیش‌ترین چولگی (چولگی بیشتر از یک) مربوط به متغیر جریان نقدی مازاد است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

ویژگی	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
اهرم مالی (LV)	۰/۰۴۱۱	۰/۸۸۳۲	۰/۱۵۲۴	۰/۱۷۴۱	۰/۱۲۹۱	۱/۵۷	۶/۱۴۸
فرصت رشد (FG)	۰/۵۸	۶/۵۲	۱/۲۷	۱/۴۸	۰/۷	۲/۱۸	۳/۹۵
سودآوری (PR)	-۰/۸۸۷۷	۰/۶۸۱۴	۰/۱۳۷۲	۰/۱۴۷	۰/۱۴۴۲	-۰/۲۲	۶/۷۳۲
اندازه شرکت (FZ)	۰/۸۲۵	۲۰/۱۴	۱۲/۷۴	۱۲/۸	۱/۳۴	۰/۸۳	۵/۲۶۲
سن شرکت (AE)	۹	۶۶	۴۱	۳۷/۲۹	۱۲/۸	۰/۱۸	۲/۳۵
جریان نقدی مازاد (FC)	-۰/۴۴۳	۰/۶۳۳	۰/۱۰۸	۰/۱۲	۰/۱۳۳	۲/۲۳	۳/۹۲۹
نسبت دارایی‌های مشهود شرکت (AS)	۰/۰۱۹	۰/۸۵	۰/۲۲	۰/۲۵	۰/۱۸	۱/۰۱۲	۴/۲۰۱
نسبت حقوق صاحبان سهام (EQ)	۰/۰۲۸	۰/۹۶۷	۰/۴۵۰۲	۰/۴۵۸	۰/۲۱۵۴	۰/۱۲۷۵۲	۵/۶۷۲
سهام بازار (MS)	۰/۰۲۳۴	۰/۶۷	۰/۲۱	۰/۲۳	۱/۷۲	۰/۷۴	۱/۷۵۳

منبع: یافته‌های پژوهش

برای جلوگیری از مشکل رگرسیون کاذب ابتدا آزمون هم‌جمعی و آزمون پایایی (مانایی) با کمک نرم‌افزار Eviews انجام شد که نتایج از وجود رابطه بلندمدت متغیرها حکایت داشت. از سویی دیگر، بررسی پایایی متغیرهای با آزمون لوین، لین و چو نشان داد تمامی متغیرها به‌استثنای اندازه شرکت، ساختار سرمایه و نسبت دارایی‌های نامشهود در سطح اطمینان ۹۵ درصد پایا هستند که آزمون لوین، لین و چو از تفاضل مرتبه اول این متغیرها نیز نشان داد آنها هم پایا هستند. به این معنی که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث ایجاد رگرسیون کاذب نمی‌شود. برای ارزیابی نرمال بودن متغیرها نیز از آزمون جاکوبرا استفاده گردید که نتایج دال بر نرمال بودن متغیرها بود.

پس از بررسی فرضیه‌های رگرسیون کلاسیک و مشاهده عدم وجود مشکل در این زمینه، قبل از تخمین مدل لازم است روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص گردد. برای این منظور از آزمون F لیمر استفاده شده است. برای مشاهداتی که سطح احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ یا به عبارتی آماره آزمون آنها کمتر از آماره جدول است، از روش تلفیقی<sup>۱</sup> برای تخمین مدل استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است، از روش تابلویی<sup>۲</sup> برای تخمین مدل استفاده می‌شود. همچنین روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل "اثرات تصادفی" و "اثرات ثابت" انجام می‌گیرد که برای انتخاب این که از کدام مدل استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده گردیده است. مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است از مدل اثرات ثابت و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ است از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده شده است. نتایج آزمون روش‌های فوق در جدول شماره ۲ نشان داده شده است:

**جدول ۲. نتایج آزمون لیمر و هاسمن**

آزمون آثار	آماره	سطح معناداری (p-value)	نتیجه آزمون
F لیمر	۱۲/۷۵۰	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
هاسمن	۵۵/۰۳	۰/۰۲۵	مدل آثار ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج نشان داد مناسب‌ترین روش برای برآورد پارامترها و آزمون فرضیه‌ها، تابلویی با اثرات ثابت است.

در نهایت، اقدام به تشخیص رابطه موجود بین متغیرها در مدل پژوهش گردید که نتایج خروجی نرم‌افزار Eviews9 در جدول ۳ ارائه شده است:

1. Pooled
2. Panel

جدول ۳. نتایج آزمون رگرسیون

نام متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره T	سطح معناداری
ضریب ثابت	۰/۴۳۳۳	۱/۷۶۳	۰/۵۳۳	۰/۳۴۴۴
اهرم مالی (LV)	*-۰/۰۶۸۴	۰/۰۰۲۳۱	-۲/۱۵۴۵	۰/۰۴۵۷
سن شرکت (AE)	-۰/۵۴	۰/۰۶۵۵	-۱/۲۱	۰/۰۸۴۵
حقوق صاحبان سهام (EQ)	۲/۵۸	۰/۰۳۶۲	۱/۷۸۴۵	۰/۰۶۳۸
دارایی‌های شرکت (AS)	۰/۱۲۷۸۴	۰/۰۴۲۳۶	۱/۳۰۳۶	۰/۷۱۲
اندازه شرکت (FZ)	۰/۰۰۴۵	۰/۴۵۶	۰/۴۵۶	۰/۷۸۴
سهم بازار (MS)	*۲/۹۳	۰/۰۲۵	۳/۵۶	۰/۰۰۲
جریان نقدی (CF)	*۱/۵۲۰۶	۰/۰۰۴۵۶	۲/۰۲۳	۰/۰۳۲۲
سودآوری (PR)	*۰/۱۱۲۳۳	۰/۰۴۱۱۲	۲/۲۳۰	۰/۰۲۳۴
R2	۰/۷۳۲	F فیشر	۲۸/۲۲۳	
R2 تعدیلی	۰/۷۱۲	احتمال F فیشر	۰/۰۰۰۰	
DW	۱/۹۳۹			

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول بالا مشاهده می‌شود سطح معناداری آماره آزمون F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) است. بنابراین مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. همچنین با توجه به این که آماره آزمون دوربین واتسون (۱/۹۳۹) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بین جملات خطای مدل همبستگی وجود ندارد. ضمن این که عامل تورم واریانس (VIF) برای تمامی متغیرهای مدل کمتر از ۱۰ می‌باشد که حاکی از عدم وجود مشکل هم‌خطی چندگانه بین متغیرهای مدل است. همچنین نتایج آزمون آماری نشان داد ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل رگرسیون ۰/۷۱۲ است که بیانگر آن است که متغیرهای مستقل حدود ۷۱ درصد تغییرات متغیر وابسته (رشد شرکت) را توضیح می‌دهند و این نشانگر قدرت توضیحی بالای مدل است.

سطح معناداری آماره آزمون متغیرهای اهرم مالی (۰/۰۴۵۶۷)، سهم بازار (۰/۰۰۲)، جریان نقدی (۰/۰۳۲۲) و سودآوری (۰/۰۲۳۴) کمتر از ۵ درصد بوده، از این رو در سطح اطمینان ۹۵ درصد این متغیرها دارای تأثیر معناداری بر فرصت‌های رشد شرکت هستند. همچنین بررسی ضرایب متغیرهای مذکور در مدل رگرسیون حاکی از این است که به ترتیب سهم بازار با ضریب ۲/۹۳، جریان نقدی با ضریب ۱/۵۲۰۶، سودآوری با ضریب ۰/۱۱۲۳ و اهرم مالی با ضریب -۰/۰۶۸۴ دارای بیشترین تأثیر بر فرصت‌های رشد نگاه‌های تجاری هستند. به عبارتی یک واحد تغییر در سهم بازار به میزان ۲/۹۳ فرصت‌های رشد شرکت را تغییر می‌دهد. ضمناً با توجه به این که سطح معناداری آزمون T برای متغیرهای سن، اندازه، حقوق صاحبان سهام، دارایی‌های شرکت بیشتر از ۵ درصد است، تأثیر آنها بر فرصت‌های رشد تأیید نشد.



## نتیجه‌گیری و بحث

از دیدگاه اقتصادی، رشد مستمر بنگاه‌های اقتصادی علاوه بر ایجاد زمینه اشتغال، به حفظ و تقویت تولید ناخالص ملی کمک می‌نماید. همچنین با توجه به این که هدف از تشکیل بنگاه اقتصادی کسب حداکثر ارزش برای سهامداران است، شناسایی عوامل مؤثر بر فرصت‌های رشد شرکت، به اتخاذ تصمیمات بهینه توسط مدیران کمک خواهد نمود. بنابراین پژوهش حاضر به بررسی عوامل مؤثر بر فرصت‌های رشد شرکت پرداخته که بررسی فرضیه اول نشان داد اندازه شرکت با رشد شرکت رابطه معناداری ندارد. براساس مبانی نظری موجود و قانون گبیرت شرکت‌ها دارای اندازه بهینه بوده که توسط بازار تعیین می‌شود و افزایش اندازه شرکت بر فرصت‌های رشد شرکت تأثیری ندارد. بنابراین این نتایج با مبانی نظری منطبق است. البته یافته‌های پژوهش‌های گذشته نشان می‌دهد قانون گبیرت همیشه پابرجا نیست. زیرا، در بعضی از مواقع، بنگاه‌های تجاری زیر مقیاس صرفه اقتصادی فعالیت می‌نمایند و به‌مرور به این مقیاس دست پیدا می‌کنند (کراسنیک و لچکیو، ۲۰۱۸).

بررسی فرضیه دوم پژوهش نشان داد بین سن شرکت و فرصت‌های رشد رابطه منفی وجود دارد. ولی سطح معناداری آماره بیش از ۵ درصد است. بنابراین، رابطه معنادار نیست و فرضیه دوم تأیید نمی‌گردد. البته این یافته با مبانی نظری موجود و مدل جیوانیک مغایر است که طبق آن، شرکت‌ها در بدو تأسیس آگاهی دقیقی از میزان ستاده بهینه خود ندارند و به‌مرور زمان و با افزایش آگاهی میزان ستاده بهینه را کشف می‌نمایند و با افزایش سن بازدهی حاصل از یادگیری کاهش می‌یابد. هرچند، با یافته‌های اریکسون و پاک<sup>۱</sup> (۱۹۹۵) و آیگاری<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) همخوان است که نشان دادند عدم توجه به تغییرات فناوری یکی از ضعف‌های مدل جونیگ است که باعث عدم رابطه بین دو متغیر سن و فرصت‌های رشد شرکت می‌شود. سطح معناداری آماره کمتر از ۵ درصد (۰/۰۴۵۶۷) متغیر اهرم مالی نشان داد بین اهرم مالی و رشد شرکت رابطه غیرهمسویی وجود دارد. بنابراین فرضیه سوم تأیید می‌شود که با نتایج پژوهش‌های حسین و واسر (۲۰۱۸)، هو (۲۰۰۶) و جانسون<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) و دلوو و بسطامی (۱۳۹۷) نیز همخوانی دارد. زیرا، افزایش بدهی در ساختار سرمایه، احتمال ورشکستگی شرکت را افزایش و دسترسی به منابع مالی جهت بهره‌برداری از فرصت‌های پیش رو را کاهش می‌دهد.

فرضیه چهارم نیز با توجه به این که سطح معناداری آماره متغیر سهم بازار کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۲) است تأیید می‌شود. این نتیجه با یافته‌های حسین و واسر (۲۰۱۸)، کوهن<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) و هرابی<sup>۵</sup> (۲۰۰۵) مبنی بر وجود رابطه همسو بین این سهم بازار و رشد شرکت همخوانی دارد.

همچنین، سطح معناداری آماره متغیر جریان نقدی که کمتر از ۵ درصد (۰/۰۳۲۲) است نشان داد فرضیه پنجم پژوهش مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنادار بین جریان نقدی آزاد و فرصت‌های رشد شرکت تأیید می‌شود. بر این اساس، افزایش جریان نقدی باعث شده شرکت از منابع کافی برای استفاده از

1. Ericson & Park
2. Ayyagari
3. Johnson
4. Cohen
5. Harabi

فرصت‌های پیش‌رو برخوردار باشد. این نتیجه با یافته‌های بوروش و همکاران (۲۰۰۰) و الکس (۲۰۱۸) نیز همخوانی دارد.

سطح معناداری آماره آزمون متغیر سودآوری نیز کمتر از ۵ درصد (۰/۰۲۳۴) است. بر این اساس فرضیه ششم پژوهش مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنادار بین سودآوری و فرصت‌های رشد تأیید می‌شود که با یافته‌های هریس<sup>۱</sup> (۱۹۹۴) و جنگ (۲۰۱۴) نیز همخوانی دارد. بر این اساس می‌توان گفت شرکت‌هایی که اقدام به تولید سود می‌نمایند، امکان استفاده از آن برای دستیابی به رشد مطلوب را دارند. در پایان به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود از یافته‌های این پژوهش در جهت تعیین دقیق‌تر ارزش ذاتی هر سهم استفاده نمایند. همچنین به دولت پیشنهاد می‌شود با اتکا به یافته‌های این پژوهش، نسبت به ارزیابی اولیه از شرکت‌ها و بنگاه‌های فاقد رشد مناسب اقدام گردد. به مدیران شرکت‌ها نیز توصیه می‌شود برای تأمین مالی به شیوه بدهی، حتماً به رشد شرکت توجه نمایند تا از بروز مسائل نمایندگی و عدم سرمایه‌گذاری بهینه پرهیز شود. همچنین به اعتباردهندگان توصیه می‌شود که در تعیین سطح اعتبار شرکت‌ها، به فرصت رشد آنها توجه کنند.

#### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.

## منابع

- احمدپور، احمد، اجاغ، سحر، اکبریان فرد، مریم و آزاد، حامد. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین تغییرات در سهم بازار فروش و آثار آن بر بازده حقوق صاحبان سهام و فرصت‌های رشد آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بورس اوراق بهادار*، ۵(۱۹)، ۶۵-۸۳.
- اعتمادی، حسین و اسمعیلی کجانی، محمد. (۱۳۹۶). رابطه سود تقسیمی با فرصت‌های رشد و هزینه نمایندگی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۹(۳۴)، ۸۵-۱۱۲.
- اعطایی‌زاده، رضا و دارابی، رویا. (۱۳۹۴). رابطه بین معیارهای مختلف رشد شرکت و نسبت تغییرات سود انباشته در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۳(۱)، ۲۱-۵۰.
- حمیدیان، محسن و سعادتیان فریور، محمدحسن. (۱۳۹۶). هزینه نمایندگی و رشد شرکت. *پژوهشنامه اقتصاد و کسب‌وکار*، ۸(۱۴)، ۷۰-۶۱.
- خواجوی، شکراله، بهپور، سجاد، ممتازیان، علیرضا و صالحی‌نیا، محسن. (۱۳۹۳). بررسی رابطه متقابل رشد و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱(۱)، ۷۳-۸۸.
- دولو، مریم و بسطامی، فاطمه. (۱۳۹۷). تأثیر فرصت رشد بر اهرم مالی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰(۳۸)، ۹۱-۶۷.
- ریاحی بلکویی، احمد. (۱۹۴۳). *تئوری‌های حسابداری*. ترجمه علی پارساییان، تهران: انتشارات صفار، چاپ پنجم.
- رحیمیان، نظام‌الدین و توکل‌نیا، اسماعیل. (۱۳۹۲). اهرم مالی و ارتباط آن با درمادگی مالی و فرصت‌های رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (روابط خطی و اتحنایی). *حسابداری مالی*، ۵(۲۰)، ۱۰۸-۱۲۹.
- عیسی‌زاده، سیروس و امین خاکی، علیرضا. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین جریان وجوه نقد و رشد شرکت‌ها با در نظر گرفتن اندازه و عمر شرکت‌ها. *سومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران: دانشگاه شهید بهشتی*، ۲۶ و ۲۷ بهمن ماه.
- نادری، سعید، حیدرپور، فرزانه و یعقوب‌نژاد، احمد. (۱۳۹۷). رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و همبستگی نرخ رشد شرکت با صنعت. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰(۳۹)، ۲۱۸-۱۹۱.
- نصرت، قاسم و بادآور نهنندی، یونس. (۱۳۹۷). ارتباط بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت با تاکید بر نقش محدودیت مالی. *مدیریت توسعه و تحول*، ۱۰(۳۲)، ۳۵-۲۵.
- Acs, Z. J. & Audretsch, D. B. (1990). **The determinants of small-firm growth in US manufacturing.** *Applied Economics*, 22(2), 143-153.
- Ahmadpour, A., Ojagh, S., Akbaryanfard, M. & Arad, H. (2012). **The study of relationship between changes in sale market share and its effects on return on equity and future growth opportunities in the listed companies of Tehran Stock Exchange.** *Journal of Securities Exchange*, 5(19), 65-83. (In Persian).
- Alex, F. U., Marlina, W. & Agustina, H. (2018). **Profitability, growth opportunity and free cash flow: Dividend policy with debt policy as the intervening variable on the manufacturing companies listed in Indonesia stock Exchange.** *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 79(7), 21-34.
- Ataeizadeh, R. & Darabi, R. (2015). **The relationship between various measures of the company's growth and the ratio of changes in retained earnings of the companies listed in Tehran Stock Exchange.** *Journal of Financial Management Strategy*, 3(1), 21-50. (In Persian).

- Anton, S. G. (2016). **The impact of leverage on firm growth. Empirical evidence from Romanian listed firms.** *Review of economic and Business Studies*, 9(2), 147-158.
- Anton, S. G. (2019). **Leverage and firm growth: An empirical investigation of gazelles from emerging Europe.** *International Entrepreneurship and Management Journal*, 15(1), 209-232.
- Ayyagari, M., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2016). **Institution, firm financing and growth.** <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/9780691192017-018/html>.
- Barney, J. (1991). **Firm resources and sustained competitive advantage.** *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Bernard, A. B., Massari, R., Reyes, J. D. & Taglioni, D. (2014). **Exporter dynamics, firm size and growth, and partial year effects.** *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 6711.
- Bixia, X. (2007). **Life cycle effect on the value relevance of common risk factor.** *Review of Accounting and Finance*, 6(2), 162-175.
- Brush, T. H., Bromiley, P. & Hendrickx, M. (2000). **The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance.** *Strategic Management Journal*, 21(4), 455-472.
- Carrizosa, M. T. (2007). **Firm growth, persistence and multiplicity of equilibria: An analysis of Spanish manufacturing and service industries.** *Doctoral Dissertation*, Universitat Rovira i Virgili.
- Chahine, S., Filatotchev, I. & Piesse, J. (2007). **The effects of R&D investment and firm size on growth opportunities of newly listed firms: European evidence.** Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=959155> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.959155>.
- Coad, A., Segarra, A. & Teruel, M. (2016). **Innovation and firm growth: Does firm age play a role?** *Research policy*, 45(2), 387-400.
- Davallou, M. & Bastami, F. (1979). **The impact of growth opportunity on financial crisis.** *Financial Accounting and Auditing Research*, 10(38), 91-67. (In Persian).
- Davidsson, P., Delmar, F. & Wiklund, J. (2006). **Entrepreneurship as growth; growth as entrepreneurship.** *Entrepreneurship and the Growth of Firms*, 1(2), 21-38.
- Ericson, R. & Pakes, A. (1995). **Markov-perfect industry dynamics: A framework for empirical work.** *The Review of economic studies*, 62(1), 53-82.
- Etemadi, H. & Kouaii, M. S. (2017). **The relationship between earnings and expenditure opportunities and expenses.** *Financial Accounting and Auditing Research*, 9(34), 85-112. (In Persian).
- Eton, M., Mwosi, F., Ebong, C. D., Mutesigensi, D. & Ogwel, B. P. (2018). **The role of firm resources in supporting firm growth in arua district, West Nile region Uganda.** *International Journal of Innovative Research & Growth*, 3(4), 558-565.
- Gibrat, R. (1931). **Les inegalites economiques.** Paris, Librairie du Recueil Sirey.
- Gupta, P. D., Guha, S. & Krishnaswami, S. S. (2013). **Firm growth and its determinants.** *Journal of innovation and entrepreneurship*, 2(1), 1-14.
- Hamidian, M. & Saadatian Farivar, M. H. (2016). **The relationship between representation cost and company growth.** *Journal of Economics and Business Research*, 8(14), 61-70. (In Persian).
- Harabi, N. (2005). **Determinants of firm growth: an empirical analysis from Morocco.** <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/4394>.
- Harris, F. H. D. (1994). **Asset specificity, capital intensity and capital structure: an empirical test.** *Managerial and Decision Economics*, 15(6), 563-576.
- Hart, P. E. & Oulton, N. (1996). **Growth and size of firms.** *The Economic Journal*, 106(438), 1242-1252.





- Hermelo, F. D. & Vassolo, R. (2007). **The determinants of firm's growth: An empirical examination.** *Revista Abante*, 10(1), 3-20.
- Ho, Y. K., Tjahjapranata, M. & Yap, C. M. (2006). **Size, leverage, concentration, and R&D investment in generating growth opportunities.** *The Journal of Business*, 79(2), 851-876.
- Hussain, S. & Waseer, W. A. (2018). **Firm size, age, leverage and growth opportunities: An initial inquiry by Pakistan.** *Advances in Social Sciences Research Journal*, 5(1), 264-278.
- Isizadeh, S. & Amin Khaki, A. (2015). **Investigating the relationship between cash flow and corporate growth considering the size and life of firms.** *Third International Conference on Applied Research in Management and Accounting*, Tehran: Shahid Beheshti University, February 16 and 17. (In Persian).
- Jeng, V. S. & Yang, S. S. (2014). **A new look at the dynamic interrelationship between growth and profitability in the Chinese property liability insurance industry.** *Academia Economic Papers*, 42(3), 369-401.
- Johnson, S. A. (2003). **Debt maturity and the effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage.** *The Review of Financial Studies*, 16(1), 209-236.
- Jovanovic, B. (1982). Selection and the evolution of industry. *Econometric*, 50(3), 649-670.
- Kallapur, S. & Trombley, M. A. (1999). **The association between investment opportunity set proxies and realized growth.** *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(34), 505-519.
- Khajavi, S., Behpur, S., Momtazian, A., & Salehinia, M. (2014). **Investigating the relationship between growth and profitability of the companies listed in Tehran Stock Exchange using a simultaneous equations system.** *Accounting and Auditing Review*, 21(1), 73-88. (In Persian)
- Khurana, I. K., Pereira, R. & Martin, X. (2006). **Firm growth and disclosure: An empirical analysis.** *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(2), 357-380.
- Loderer, C., Stulz, R. & Waelchli, U. (2017). **Firm rigidities and the decline in growth opportunities.** *Management Science*, 63(9), 3000-3020.
- Naderi, S., Heidarpour, F. & Yaghoobzadeh, A. (2018). **The relationship between accounting information quality and the correlation of the growth rate of an industrial firm.** *Financial Accounting and Auditing Research*, 10(39), 191-218. (In Persian).
- Nosrat, Q. & Badarnandi, Y. (1979) **The relationship between corporate governance and corporate growth with emphasis on the role of financial restriction.** *Management Development*, 97(32), 25-35. (In Persian).
- Penrose, E. & Penrose, E. T. (2009). **The theory of the growth of the firm.** Oxford University Press.
- Rahimian, N. & Tavakolnia, E. (2013). **Financial leverage and its relationship to financial helplessness and growth opportunities in companies listed in Tehran Stock Exchange (linear and curvilinear relations).** *Quarterly Financial Accounting*, 5(20), 108-129. (In Persian).
- Reilly, F. K. & Brown, K. C. (2011). **Investment analysis and portfolio management.** *Cengage Learning*.
- Riahi Belkhouy, A. (1943). **Accounting Theories.** Publisher Fort Worth : Dryden Press.

